



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO

CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

A INFLUÊNCIA DA FISCALIDADE NA GESTÃO DE ATIVOS FINANCEIROS

CARLOS ALBERTO DA SILVA TAVARES

SETEMBRO - 2013

MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

A INFLUÊNCIA DA FISCALIDADE NA GESTÃO
DE ATIVOS FINANCEIROS

CARLOS ALBERTO DA SILVA TAVARES

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DRA. MARIA DOS PRAZERES LOUSA

SETEMBRO - 2013

Resumo

No presente estudo procurou-se investigar em que medida a fiscalidade é suscetível de influenciar a gestão de ativos financeiros num mercado globalizado em que esta atividade desempenha um papel importante no crescimento económico, porque permite a canalização das poupanças dos investidores para as necessidades da economia real e em que a capacidade da economia para gerar e atrair poupança depende, entre outros fatores, das políticas orçamentais e de sistemas fiscais eficientes.

O estudo evidencia áreas da tributação controversas e discutíveis, designadamente no respeitante ao enquadramento dos rendimentos gerados pelos investimentos em ativos financeiros, em termos da sua qualificação como rendimentos de capitais ou como rendimentos de mais-valias, bem como ao regime fiscal aplicável aos fundos de investimento mobiliário, sendo que a diferenciação de tratamento fiscal cria oportunidades de gestão fiscal aos investidores.

Os resultados da investigação permitiram concluir que a fiscalidade é um dos fatores que influencia as decisões dos investidores, que a concorrência fiscal internacional é uma realidade, e que o regime fiscal dos fundos, previsto no sistema fiscal português, não é internacionalmente competitivo, não conseguindo atrair investidores não residentes, sendo a otimização fiscal das carteiras de ativos financeiros uma preocupação dos gestores de ativos financeiros.

Palavras-chave: Gestão de Carteiras, Fundos de Investimento Mobiliário, Eficiência Fiscal, Otimização Fiscal, Concorrência Fiscal Internacional.

Abstract

The present study sought to investigate the extent to which the tax is likely to influence the management of financial assets, in a globalized market, where this activity plays an important role in economic growth, as it allows the channeling of savings to investors for the needs of real economy and the economy's capacity to generate and attract savings depends, among other factors, of budgetary policies and efficient tax systems.

This study highlights areas of taxation controversial and debatable, particularly as regards the classification of the income generated by investments in financial assets, as capital income or capital gains, the tax treatment investment funds and the differentiation of tax treatment which creates opportunities for tax management to investors.

Research results showed that taxation is one of the factors that influence the decisions of investors, the international tax competition is a reality that the tax regime of the funds provided for in the Portuguese tax system it is not internationally competitive, unable to attract non-resident investors and the tax optimization of portfolios of assets a concern of financial asset managers.

Keywords: Portfolio Management, Mutual Investment Funds, Tax Efficiency, Optimization Tax, International Tax Competition.

Agradecimentos

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer à orientadora desta dissertação, Professora Dra. Maria dos Prazeres Lousa, pelas sugestões, apoio e pelos seus sábios comentários.

Aos meus três filhos por todo apoio e compreensão durante a realização deste trabalho de investigação.

Gostaria igualmente de agradecer às instituições e gestores de ativos financeiros que participaram nesta dissertação, pela resposta e envio do questionário, as quais contribuíram para a realização deste estudo.

Por fim agradeço a todos os amigos pelo apoio incondicional prestado.

Lista de Tabelas

Tabela 1: Número de respostas por tipo de instituição	30
Tabela 2: Produtos financeiros mais alocados às carteiras de ativos financeiros	31
Tabela 3: Peso dos investidores não residentes na atividade de gestão individual de ativos financeiros (resposta à Questão nº 3)	31
Tabela 4: Grau de utilização das oportunidades de gestão fiscal (resposta às questões nºs 8, 9,10,12,13,14,26, 27, 28, 29 e 30)	32
Tabela 5: Número de respostas de gestores que na sua atividade efetuam gestão de fundos domiciliados no estrangeiro	32
Tabela 6: Concordância com o atual regime fiscal dos fundos de investimento	33
Tabela 7: Importância da Fiscalidade nas decisões dos investidores	33

Lista de Abreviaturas

CIRC – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

CIRS – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CVM – Código dos Valores Mobiliários

CRP – Constituição da República Portuguesa

EBF – Estatuto dos Benefícios Fiscais

FIM – Fundos de Investimento Mobiliário

IRC – Imposto Sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas

IRS – Imposto Sobre o Rendimento de Pessoas Singulares

MCOCDE – Modelo de Convenção da Organização para a Cooperação e

Desenvolvimento Económico

OICVM – Organismos de Investimento coletivo em Valores Mobiliários

Q – Questão

Índice

Resumo.....	i
Abstract.....	ii
Agradecimentos	iii
Lista de Tabelas	iv
Lista de Abreviaturas	v
Índice.....	vi
1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	6
2.1 A Fiscalidade aplicável aos ativos financeiros	6
2.1.1 Fiscalidade dos rendimentos de capitais	6
2.1.2 Fiscalidade dos rendimentos de mais-valias.....	10
2.1.3 Dupla tributação internacional	12
2.1.4 Regime Fiscal aplicável aos Fundos de Investimento mobiliário	14
2.2 As oportunidades de gestão fiscal na gestão de ativos financeiros.....	15
2.3 Os efeitos da fiscalidade na gestão de ativos financeiros	17
3. Quadro legal aplicável aos ativos financeiros	19
3.1 Enquadramento Fiscal dos rendimentos de ativos financeiros	19
3.2 Enquadramento normativo da atividade de gestão de ativos financeiros	25
4. Análise dos resultados obtidos.....	27
4.1 Os efeitos da Fiscalidade nas decisões dos investidores	27
4.2 A Fiscalidade versus oportunidades de gestão fiscal.....	28
4.3 Os efeitos da Fiscalidade na gestão de ativos financeiros em Portugal.....	30
5. Conclusões	34
5.1 Principais conclusões do estudo	34
5.2 Recomendações de melhoria do sistema fiscal	35
5.3 Limitações do estudo.....	35
5.4 Indicação para investigação futura.....	36
Bibliografia	37
Anexos	40

1. Introdução

A Europa enfrenta um período de grandes desafios económicos criados pela globalização e agravados pela crise financeira e, naturalmente, a expectativa dos cidadãos e dos agentes económicos é a de que sejam encontradas soluções que assegurem uma saída da crise. A Estratégia Europa 2020¹, contempla iniciativas que visam alcançar um crescimento inteligente e sustentável, que passará por encontrar formas de aumentar a disponibilidade de financiamento a longo prazo e de melhorar o sistema financeiro.

A crise provocou fragilidades ao sistema financeiro que estão a atrasar a recuperação da economia, dada a maior dificuldade das famílias e das empresas contraírem empréstimos. Por isso, a realização dos objetivos delineados pela Estratégia Europa 2020 implicará que os mecanismos dos mercados financeiros sejam eficazes e seguros.

Em Março de 2013, a Comissão Europeia lançou para debate, o livro verde² sobre as formas de aumentar a disponibilidade de financiamento e de melhorar e diversificar o sistema de intermediação financeira, tendo presente que as grandes necessidades de investimento a longo prazo que a Europa enfrenta estão na linha das prioridades da Estratégia Europa 2020.

A capacidade da economia para disponibilizar este tipo de financiamento a longo prazo depende do sucesso do sistema financeiro na canalização eficaz e eficiente das poupanças, quer das administrações públicas e das empresas, quer das famílias, para os destinatários.

Por outro lado, para haver investimento a longo prazo com um custo razoável, a economia terá antes de ter a capacidade de gerar e atrair poupança. Para isso, as políticas públicas podem contribuir, assegurando a solidez das políticas orçamentais, sistemas fiscais eficientes e um ambiente favorável às empresas, de forma a aumentar a atratividade da economia para os investidores, nomeadamente estrangeiros.

Assim, considera-se como pacífica a ideia que o sistema financeiro é essencial ao desenvolvimento da economia, dado que ao mobilizar os fundos dos aforradores,

¹ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:2020:FIN:pt>

² <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0150:FIN:PT>

para o sector produtivo, possibilita a transferência de recursos económicos, quer no tempo, quer no espaço, para além fronteiras e entre sectores.

Considera-se, também que a globalização associada à liberalização dos movimentos de capitais, bem como a inovação financeira na sofisticação de instrumentos financeiros, contribuíram para a importância das funções desempenhadas pelos mercados de capitais. Este facto permitiu, por um lado, um crescente recurso ao mercado de valores mobiliários pelos emitentes, e por outro, uma crescente procura pelos aforradores de novas oportunidades de colocação das suas poupanças.

Contudo, os sistemas financeiros dependem igualmente dos mercados capitais. Neste contexto, a atividade de gestão de ativos financeiros pode dar um contributo importante para o crescimento económico, ao permitir a ligação entre os investidores que procuram um meio de poupança apropriado, e as necessidades financeiras da economia real.

Assim, tendo como pano de fundo esta problemática, propomos analisar qual a influência do fator fiscal na gestão de ativos financeiros.

No âmbito desta dissertação abordar-se-á apenas a gestão individual de ativos financeiros, a designada gestão de carteiras por conta de outrem,³ e a gestão coletiva de ativos financeiros ou gestão dos organismos de investimento coletivo⁴.

É sabido que a atividade de gestão de ativos financeiros, em Portugal, verificou um crescimento muito acentuado na primeira década deste milénio, apresentando, no ano de 2002, o total de 16.068,0 milhões de Euros referente ao valor de ativos financeiros sob gestão individual e 26.169,6 milhões de Euros aos ativos financeiros sob gestão coletiva, representando 35,5% e 64,5% do total de ativos financeiros sob gestão, respetivamente. Esta situação inverteu-se em 2012, em virtude de os ativos financeiros sob gestão individual terem passado a representar um maior valor, atingindo um total de 57.727,4 milhões de Euros, o que correspondeu a 59,6% do total dos ativos financeiros sob gestão (cfr. Gráfico 1 e Anexo I). Em termos do total dos ativos financeiros sob gestão, verificou-se um crescimento significativo entre 2002 e 2012, traduzido em

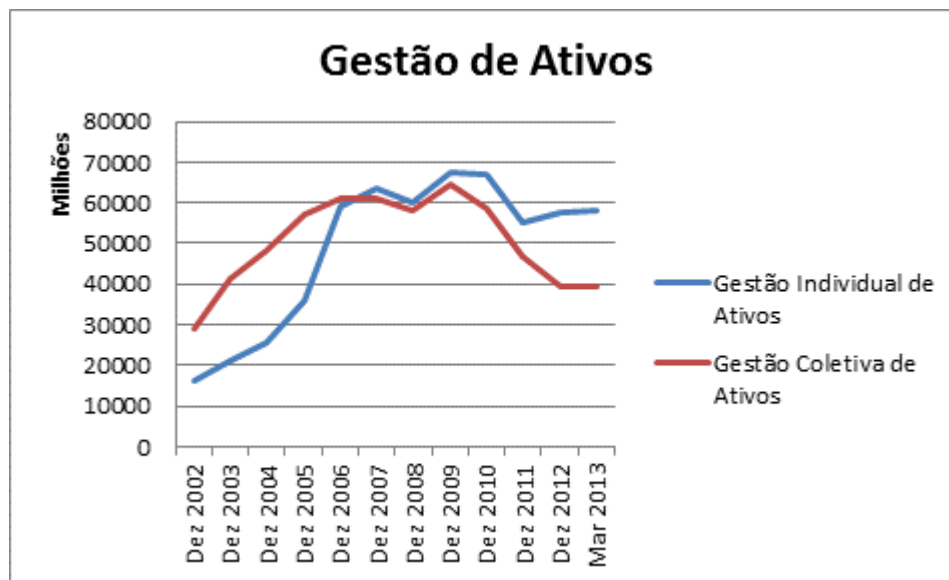
³ Artigo 290º n.º1, alínea c) do CVM

⁴ Decreto-lei n.º 71/2010, de 18 de Junho

114%, porquanto o respetivo valor total passou de 45.237,6 milhões de Euros em 2002, para 96.919,9 milhões de Euros em 2012.

Gráfico 1 – Evolução dos valores totais da Gestão de Ativos financeiros

Unidade: 10⁶ Euro



Fonte: www.cmvm.pt

O gráfico supramencionado permite também verificar que foi a partir de 2010 que os valores totais dos valores de ativos financeiros sob gestão começaram a cair, quer no respeitante à gestão individual, quer quanto à gestão coletiva, sofrendo esta última uma queda mais acentuada.

De facto, a alteração ao regime de tributação das mais-valias mobiliárias, em sede de IRS, introduzida em 2010 pela Lei n.º 15/2010, de 26 de julho, determinou que a taxa especial de tributação das mais-valias realizadas com a alienação de obrigações e outros títulos de dívida e com a alienação de ações detidas pelo titular por período superior a 12 meses, tivesse aumentado, o que pode explicar parte do decréscimo verificado, dado que um agravamento fiscal pode ter influenciado as decisões dos investidores.

Contudo, a referida alteração ocorrida em 2010 não atingiu em simultâneo os rendimentos obtidos pelos fundos de investimento constituídos de acordo com a legislação nacional, dado que o legislador introduziu uma norma no regime especial aplicável a estes fundos⁵, no sentido de manter a exclusão de tributação anteriormente estabelecida no artigo 10º, nº 2, do CIRS. Este benefício fiscal concedido aos fundos de

⁵ Artigo 22º, nº 16 do EBF

investimento foi entretanto revogado com efeitos a partir de 01 de Janeiro de 2013⁶, pelo que se nos afigura que a alteração ocorrida em 2010 não atingiu diretamente a gestão coletiva de ativos financeiros.

No entanto, após a alteração introduzida à tributação das mais-valias realizadas pela alienação de obrigações, a Administração Fiscal portuguesa, veio emitir um entendimento segundo o qual, a diferença, quando positiva, entre o valor de aquisição em mercado secundário e o valor de reembolso, tem enquadramento na categoria de rendimentos de capitais. Esta posição poderá ter contribuído para agravar mais a tributação destes ativos financeiros, circunstância que pode explicar em parte o decréscimo dos ativos financeiros sob gestão coletiva, dado que os rendimentos obtidos pelos fundos de investimento mobiliário são, para efeitos fiscais, tratados como se auferidos por pessoas singulares residentes.

Efetivamente, no âmbito do IRS, a carga fiscal final pode revelar diferenças significativas, consoante os rendimentos de investimentos em ativos financeiros sejam enquadrados na categoria de rendimentos de capitais - categoria que não admite dedução de perdas - ou na categoria de rendimentos de mais-valias - categoria em que o rendimento sujeito a tributação é apenas o saldo anual apurado entre ganhos e perdas. O diferente tratamento dos rendimentos, em função da sua inclusão numa ou noutra categoria, introduz nesta área da tributação em IRS alguma controvérsia e complicação, que certamente não contribui para a competitividade da atividade de gestão de ativos financeiros, embora possa resultar, por esse motivo, em oportunidades de gestão fiscal.

No presente estudo, ao pretender-se investigar os efeitos da fiscalidade nas decisões dos investidores, não se deixará de aflorar a problemática que se prende com o enquadramento dos rendimentos nas categorias do IRS, procurando averiguar-se se o decréscimo que se verificou a partir de 2010, na atividade de gestão de ativos financeiros em Portugal, foi influenciado pelo agravamento da tributação dos rendimentos dos investimentos efetuados em ativos financeiros. Em paralelo, analisar-se-á, ainda, se a fiscalidade poderá contribuir para uma melhoria na atividade de gestão de ativos financeiros, designadamente atraindo ao mercado maior número de investidores não residentes.

⁶ Lei n° 66-B/2012, de 31 de Dezembro

Em termos de sistematização, a primeira parte desta dissertação é dedicada à análise do que a literatura refere sobre esta matéria; na segunda parte procede-se ao enquadramento normativo, quer em termos de tributação de rendimentos decorrentes dos ativos financeiros, quer em termos de funcionamento da atividade e do mercado em que esta se insere; por último, procede-se à análise dos dados obtidos no estudo efetuado, bem como dos resultantes das respostas ao inquérito que, no âmbito desta dissertação, foi enviado aos gestores de ativos financeiros a exercerem atividade nas diversas instituições financeiras domiciliadas em Portugal (cfr. Anexo II), incidindo sobre as seguintes questões:

Q1: A fiscalidade é tida em consideração nas decisões de investimento?

Q2: As opções legislativas no enquadramento fiscal dos rendimentos dos produtos financeiros podem influenciar a escolha por um ou outro, no momento da decisão de investir?

Q3: Qual o peso dos investidores não residentes na atividade de gestão de ativos financeiros?

Q4: As oportunidades de gestão fiscal, resultantes do diferente tratamento na tributação dos rendimentos qualificados de capitais e dos qualificados de mais-valias, são aproveitadas?

Q5: Em que medida, o atual regime especial de tributação, aplicável aos fundos de investimento mobiliário constituídos de acordo com a legislação nacional, afasta os investidores não residentes?

Q6: Até que ponto, as instituições financeiras estão a domiciliar fundos de investimento em mercados com tributação baixa?

2. Revisão de Literatura

2.1 A Fiscalidade aplicável aos ativos financeiros

2.1.1 Fiscalidade dos rendimentos de capitais

Os rendimentos de ativos financeiros podem ser qualificados na categoria de rendimentos de capitais ou na categoria de rendimentos de mais-valias (ganhos de capital), suscitando por vezes problemas de fronteira, não sendo indiferente para o investidor o enquadramento numa ou noutra categoria (Xavier de Basto, 2007).

Na alteração introduzida em 2001 ao conceito de rendimento de capitais, a regra de incidência foi alargada para abarcar qualquer situação relativa à tributação dos valores mobiliários que não caiba em outra categoria (Rosado Pereira, 2007). Este facto teve como resultado a consagração de uma definição geral como nunca fora tentada, completada com uma lista não exaustiva dos rendimentos qualificados de capitais que são sujeitos a IRS, limitando-se a afastar do seu âmbito os rendimentos incluídos em outras categorias. Contudo, esta alteração parece não ter adiantado muito para a solução de problemas de fronteira, atribuindo, assim, carácter residual à categoria E, para os rendimentos provenientes de ativos financeiros (Xavier de Basto, 2007).

Um destes problemas é suscitado, desde logo, quanto ao enquadramento do ganho ou perda que o investidor realiza no momento do reembolso de obrigações quando as obrigações são adquiridas em mercado secundário. A correspondente diferença entre o valor de reembolso e o valor de aquisição, segundo o entendimento da Administração Fiscal⁷, subsume-se na definição genérica de rendimentos de capitais, constante do nº 1 do artigo 5º do CIRS e, conseqüentemente é enquadrada na alínea p) do nº2 do mesmo preceito, ou seja, em “*quaisquer outros rendimentos derivados da simples aplicação de capitais*”.

Deve ainda ter-se em conta a assimilação a juros, efetuada pelo legislador no nº 5 do artigo 5º do CIRS, no caso de obrigações de cupão zero, considerando como juros a diferença entre o valor de reembolso e o preço de emissão, porque é este que traduz o valor aplicado e entregue ao emitente, sendo a restante diferença - entre o preço de

⁷ Cfr. Informação vinculativa em <http://info.portaldasfinancas.gov.pt/NR/rdonlyres/DD9EB601-9B5D-49CB-87B8-0F0D64D415B7/0/Inf-vinculativa%20art.5%20CIRS.pdf>

emissão e o preço de aquisição/alienação - um ganho ou perda, não decorrente da entrega do dinheiro efetuada ao devedor, mas derivado de uma operação de negócio com um terceiro, em que este, perde ou ganha, consoante o caso.

A questão resolvida pelo legislador no nº 5 do artigo 5º clarifica um dos problemas de fronteira que podia suscitar dúvidas quanto à sua qualificação como rendimento de capitais (Xavier de Basto, 2007), não tendo, contudo, o legislador efetuado semelhante assimilação para os ganhos decorrentes de aquisições em mercado secundário e detidas até à data de reembolso.

Nesta perspetiva, a inclusão na categoria de rendimentos de capitais devia ser precedida de uma análise à natureza do rendimento, se o mesmo decorre da disponibilização de dinheiro ou outras coisas fungíveis a um terceiro e de forma temporária, como é pressuposto para os rendimentos de capitais, conforme refere Rosado Pereira (2007) no caso das cessões de crédito.

Outro dos problemas refere-se à tributação dos rendimentos das unidades de participação em fundos de investimento, que o legislador entendeu solucionar com o seu enquadramento expresso na alínea j) do nº 2 do artigo 5º do CIRS. Na verdade, o rendimento obtido na operação de resgate das unidades de participação em fundos de investimento deriva de um conjunto de rendimentos dos ativos financeiros que constituem as carteiras dos fundos, que podem ser juros, dividendos, mais-valias e outros.

No entanto, a solução encontrada pelo legislador foi fazer incidir a tributação ao nível do fundo, libertando os participantes de qualquer tributação (Xavier de Basto, 2007), exceto quando for exercida a opção pelo englobamento de tais rendimentos por parte dos investidores pessoas singulares residentes. Esta opção permite, a estes investidores, deduzir o imposto que o fundo suportou, mas, no caso de o rendimento ser negativo, já não é possível ao sujeito passivo recuperar o imposto que o fundo pagou, dado que, sendo negativo, é afastado da incidência do imposto.

Daí resulta que os rendimentos das unidades de participação em fundos de investimento mobiliário ou imobiliário suportam imposto, mesmo quando se verifica redução do seu valor patrimonial, não havendo qualquer mecanismo para que esse imposto seja recuperado pelo investidor.

Se se atender ao conceito de ganhos de capital (mais-valias), definido como “*a variação positiva que ocorre no valor de capital de um bem num momento de tempo relativamente a outro que lhe seja anterior, provocada por uma variação negativa da taxa de juro ou por uma variação positiva do fluxo de rendimento que lhe está associado*” (Galhardo Simões, 2000), poder-se-ia considerar que, no caso das unidades de participação em fundos de investimento, os rendimentos apurados aquando do resgate se enquadram neste conceito. Temos o elemento tempo e os elementos que podem estar associados ou a uma valorização positiva dos ativos financeiros em carteira e, nesse caso, teremos um ganho, ou uma valorização negativa dos ativos financeiros em carteira e, nesse caso, teremos uma perda.

Nesta perspetiva, seria importante que se estabelecessem critérios para distinguir os ganhos de capital (mais-valias), ou seja, os ganhos decorrentes do aumento do valor dos ativos financeiros que se possam considerar apenas meras expectativas, dos que decorrem de aumentos que o investidor possa esperar como certos, tendo em conta que estes são rendimento de capitais, segundo o conceito do artigo 5º do CIRS.

Uma solução neutra, e que seria certamente do interesse dos investidores, seria tratar de modo uniforme todos os rendimentos decorrentes dos ativos financeiros, independentemente do seu tipo e forma (Xavier de Basto, 2007), considerando como tributável o saldo entre ganhos e perdas.

Alguns autores consideram, também, controverso o enquadramento dos rendimentos decorrentes de operações com instrumentos financeiros derivados na categoria de rendimentos de capitais.

No caso das operações cambiais a prazo, segundo alguns autores (Anselmo Torres, 2002), tratando-se de operações especulativas, o ganho sujeito a imposto é incompatível com o rendimento real da operação. Isto porque a taxa de câmbio à vista no início da operação varia com o decurso do tempo e, no final do prazo da operação, a taxa de câmbio será diferente da inicialmente acordada, que pode ser inferior ou superior. Desta forma, o especulador realiza um ganho ou uma perda, sendo que o regime fiscal aplicável atribui-lhe sempre um ganho. O autor refere ainda que “*o atual regime tributário de retenção na fonte tem características que se poderão afirmar violadoras dos princípios constitucionais da tributação pelo rendimento real, da igualdade e da proporcionalidade*”.

Genericamente, poderá afirmar-se que estamos perante operações em que os rendimentos gerados podem ser positivos ou negativos, e não correspondem, de forma alguma, à contrapartida de entrega de dinheiro, de cuja disponibilidade se abdica por determinado período de tempo, característica que deve estar subjacente ao conceito de rendimentos de capitais. Por isso, é contestável que os fluxos de rendimentos gerados por instrumentos financeiros derivados tenham a natureza de rendimentos de capitais (Rosado Pereira, 2007).

Há autores que entendem que o argumento de que não é possível a compensação de rendimentos negativos na categoria dos rendimentos de capitais inviabiliza como tal o enquadramento dos rendimentos decorrentes dos instrumentos financeiros derivados, dado que esta é uma categoria de rendimentos líquidos por natureza, e que não permite quaisquer deduções, não se podendo verificar nesta categoria rendimentos negativos (Xavier de Basto, 2007).

O Grupo para o Estudo da Política Fiscal refere, no seu relatório⁸, que atualmente são considerados rendimentos de capitais os rendimentos decorrentes de operações que são por natureza suscetíveis de gerar uma perda - como acontece com os rendimentos referidos no artigo 5º, n.º 2, alínea q) do CIRS – propondo, que de forma a respeitar uma lógica de simetria em que o resultado positivo ou negativo seja relevante para efeitos fiscais, estes rendimentos passem a ser tributados como rendimentos da categoria G ou como rendimentos da categoria B.

Outros autores fazem uma abordagem diferente, consoante se trate de contratos de futuros e de opções, ou se trate de contratos de *swaps* de divisas e de taxa de juro, bem como operações cambiais a prazo.

Relativamente aos contratos de futuros e de opções Menezes Leitão (2001) entende que os rendimentos gerados por este tipo de contratos não podem ser considerados rendimentos de capitais, porque não são contrapartida da disponibilização temporária de determinado capital, pelo que considera preferível que a sua tributação seja através da qualificação como rendimentos empresariais. Acresce que a integração dos rendimentos destes instrumentos financeiros derivados na categoria de rendimentos de capitais, suscita outra dificuldade que resulta de esta categoria não admitir rendimentos negativos, gerando perdas com frequência.

⁸ Cadernos de Ciência e Técnica Fiscal n.º 209, p. 295

Afasta também a hipótese de enquadramento na categoria de rendimentos de mais-valias, dado que, para além destes se apresentarem como ganhos fortuitos derivados de aumentos inesperados do valor dos bens, neste tipo de rendimentos os bens são adquiridos, não com o fim de se proceder à sua revenda, mas com a intenção de serem mantidos por grande lapso de tempo. Estas premissas não se verificam com os instrumentos financeiros derivados, pois neste caso os rendimentos apresentam-se de certa forma como esperados e resultantes de atividade de investimento neste tipo de produtos.

No entanto, o mesmo autor considera adequado o enquadramento como rendimentos da categoria de capitais os rendimentos decorrentes de contratos de *swaps*, por implicarem trocas de fluxos de pagamentos calculados com referência a um capital fictício. Refere, ainda, que o regime das mais-valias dificilmente aparece como enquadramento adequado à tributação dos rendimentos dos instrumentos financeiros derivados, a menos que se efetuasse uma reforma integral desta categoria de rendimentos.

2.1.2 Fiscalidade dos rendimentos de mais-valias

Outro dos problemas que tem sido objeto de reflexão refere-se ao desagravamento da tributação dos rendimentos qualificados de mais-valias, nos termos do artigo 10º do CIRS, traduzido no passado pela aplicação de taxas mais reduzidas.

Nesta matéria, há autores que entendem que os rendimentos de mais-valias proporcionam aos investidores a mesma capacidade económica que qualquer outro rendimento, pelo que a sua tributação não deve ter tratamento preferencial, dado que o mesmo é suscetível de pôr em causa os princípios da igualdade tributária, quer da igualdade horizontal, quer da igualdade vertical (Xavier de Basto, 2007).

Na realidade, as taxas de tributação aplicáveis, quer aos rendimentos de capitais, quer aos rendimentos de mais-valias foram uniformizadas pela alteração introduzida em 2010, pela lei nº 15/2010, para 20%, resolvendo-se em parte o problema da igualdade horizontal.

Segundo alguns autores, a taxa de tributação de 20% para os ganhos de capital é elevada e poderá afastar os investidores para mercados com tributação mais reduzida. Este ponto de vista foi defendido por Giannini (2000) ao afirmar que “a tributação dos

residentes tende a ser efetuada através de impostos substitutivos de receita modesta; de facto, taxas mais elevadas poderiam tornar conveniente, mesmo para os investidores com menor mobilidade, procurar no estrangeiro formas de investimento menos tributadas”.

Há, no entanto, autores a defender que um regime fiscal mais favorável para os rendimentos de mais-valias (ganhos de capital) pode violar o imperativo constitucional⁹, segundo o qual o imposto sobre o rendimento pessoal deve ser único, progressivo e visar a diminuição das desigualdades (Rosado Pereira, 2007).

Contudo, a uniformização de taxas parece resolver em parte outra questão que se levantava no plano da eficiência económica, em que havendo diferenciação na forma da determinação do rendimento sujeito a imposto, os investidores tenderão a preferir investir em ativos financeiros prometedores de mais-valias (Xavier de Basto, 2007).

Aliás, note-se que na conceção do IRS, assente no princípio do rendimento acréscimo, a tributação das mais-valias baseia-se no princípio da realização. Em caso algum se verifica a tributação das mais-valias meramente potenciais, os sistemas fiscais só tributam as mais-valias realizadas, com base neste princípio, e para que haja realização é condição necessária que ocorra a alienação do ativo (Xavier de Basto, 2007). Assim, as mais-valias, verificadas na valorização das obrigações pelo mercado, não são tributadas enquanto não sejam realizadas. É uma imposição subordinada ao princípio da realização (Xavier de Basto, 2007), sendo que a sua realização ocorre apenas no momento do reembolso, em caso de não serem alienadas antes dessa data, situação não prevista pelo legislador no conceito de rendimentos de mais-valias estabelecido no artigo 10º do CIRS.

Sendo a tributação em IRS assente no princípio do rendimento acréscimo, levando esta teoria às últimas consequências, deveria haver um tratamento simétrico ao das mais-valias, com as menos valias realizadas, ou seja, estas perdas deveriam gerar imposto negativo, devendo também o investidor ter a opção de englobar as perdas de capital, que seriam deduzidas ao rendimento tributável. Por conseguinte, a adoção deste tratamento simétrico permitiria aos investidores comportamentos de realização de perdas para reduzir os encargos fiscais, por isso, a generalidade das legislações limita a dedutibilidade das perdas, só admitindo que sejam deduzidas aos ganhos de capital,

⁹ N° 1 do artigo 104º da CRP

impedindo a comunicabilidade com outras categorias de rendimentos (Xavier de Basto, 2007).

2.1.3 Dupla tributação internacional

Outra questão que se projeta na esfera da gestão de ativos financeiros é a dupla tributação internacional, a chamada dupla tributação jurídica, na medida em que os investidores por vezes enfrentam problemas de dupla residência. As convenções para evitar a dupla tributação celebradas por Portugal, seguem nesta matéria o artigo 4º da MCOCDE.

A qualificação de residente é efetuada de acordo com o direito interno dos Estados contratantes, a qual tem como limite a natureza da conexão adotada, que deve ser o domicílio, a residência, o local de direção, ou qualquer outro critério de natureza análoga (Xavier, 2009).

Nos termos do CIRS, o investidor é considerado residente se permanecer no território português por mais de 183 dias - critério da permanência – ou, tendo permanecido por menos tempo, possua no território português, em 31 de Dezembro, uma habitação que permita supor a intenção de a manter e ocupar como residência habitual, traduzindo-se numa situação de residência efetiva ou real (Faustino, 2009).

A mesma norma do CIRS prevê outras situações de residência presumida (Faustino, 2009), entre as quais a de considerar residentes as pessoas que constituem o agregado familiar, desde que no território português resida qualquer das pessoas a quem incumbe a direção do agregado familiar, segundo o princípio de atração da unidade familiar (Xavier, 2009).

A título de exemplo, no caso de um português que se desloca para a Alemanha para exercer a sua atividade profissional, mas mantenha em território português uma habitação em 31 de Dezembro, na Alemanha poderá ser considerado residente fiscal no final dos primeiros seis meses de presença naquele país. Na ausência de uma convenção, ambos os países vão pretender tributar este português pelo seu rendimento universal, ou seja, de forma ilimitada, dado que cada um dos países o considera como seu residente fiscal (Xavier, 2009).

As convenções, neste domínio, e no pressuposto de uma dupla residência, de acordo com os critérios do direito interno de cada país, determinam qual das duas residências deve prevalecer para efeitos fiscais, com base na regra convencional que assenta no princípio da unicidade da residência, dado que a residência fiscal do indivíduo só pode ser uma (Xavier, 2009).

Em matéria de operações internacionais, os rendimentos com fonte em Portugal, pagos a investidores não residentes, podem aproveitar as normas convencionais sempre que o investidor seja residente fiscal num país com o qual Portugal celebrou uma convenção. Por outro lado, os investidores residentes, que obtenham rendimentos com fonte fora do território português, podem igualmente aproveitar as normas convencionais sempre que o país da fonte do rendimento tenha celebrado uma convenção com Portugal. Contudo, note-se que as taxas aplicáveis aos dividendos e juros não são idênticas em todas as convenções (cfr. Anexo III).

Assim, e no que se refere aos dividendos, por regra, as convenções celebradas por Portugal seguem o artigo 10º da MCOCDE, onde se reconhece ao Estado da fonte o direito de tributar os dividendos distribuídos pelas sociedades que nele tenham residência fiscal, embora de forma limitada, sendo o limite máximo de 15% sobre o montante bruto dos dividendos (Xavier, 2009).

No que diz respeito aos juros, o conceito utilizado nas convenções é formulado de forma exemplificativa, compreendendo os rendimentos de dívida pública, de obrigações e de créditos de qualquer natureza, e outros rendimentos que sejam assimilados aos rendimentos de empréstimos pela legislação fiscal do Estado contratante de que provêm os rendimentos (Xavier, 2009). Este conceito não é tão abrangente como o conceito de juros previsto no artigo 5º do CIRS, pelo que, para rendimentos decorrentes de alguns dos instrumentos financeiros derivados, a norma convencional referente aos juros não se aplica, passando a subsumir-se no artigo sobre “outros rendimentos”.

O Estado da fonte, por regra, tem competência para tributar os juros, embora de forma limitada. A MCOCDE limita a tributação a 10%, com o fundamento de que é o máximo razoável, contudo os Estados contratantes podem acordar em negociações bilaterais numa taxa inferior ou superior (Xavier, 2009). De salientar que se encontra genericamente consagrada a isenção quanto aos juros da dívida pública pagos ao

governo do outro Estado contratante ou a uma das suas subdivisões políticas (Xavier, 2009).

No caso de se tratar de outros rendimentos de capitais que não sejam enquadrados nos conceitos de dividendos ou de juros (cfr. artigos 10º e 11º da MCOCDE), designadamente os decorrentes de instrumentos financeiros derivados, são enquadráveis no artigo 21º da MCOCDE, que abrange os rendimentos não tratados nos outros artigos da convenção (cfr. comentários ao artigo 21º do MCOCDE).

As mais-valias mobiliárias, por regra, devem ser tributadas exclusivamente no país de residência do alienante, contudo o artigo 13º da MCOCDE prevê que as mais-valias na alienação de partes de capital que retirem, direta ou indiretamente, mais de 50% do respetivo valor de bens imobiliários, situados no outro Estado contratante, podem ser tributadas no Estado onde esses bens se situam (Xavier 2009).

Por outro lado, o nosso sistema fiscal prevê a atenuação do princípio da universalidade, onde é permitido que, de forma unilateral, se possa eliminar ou atenuar a dupla tributação internacional, sempre que a fonte dos rendimentos seja num país com o qual Portugal ainda não celebrou uma convenção (Xavier, 2009).

2.1.4 Regime Fiscal aplicável aos Fundos de Investimento mobiliário

Outro problema que se coloca na gestão coletiva de ativos financeiros é o regime de tributação aplicável aos fundos de investimento mobiliário, em que se verifica uma tributação dos rendimentos à entrada do fundo e uma isenção à saída, regime que se tem revelado pouco competitivo internacionalmente.

Alguns autores entendem que o regime de tributação dos fundos assenta num modelo que se revela pouco atrativo para os investidores estrangeiros (Almeida, 2002)¹⁰, demonstrando que o modelo de regime fiscal que tributa os fundos de investimento mobiliário e isenta os investidores não é a solução mais eficaz para as entidades envolvidas, designadamente o Estado. Assim, uma tributação dos rendimentos na esfera do investidor e uma isenção ao nível do fundo de investimento, são medidas mais equitativas para os interesses dos investidores, visto que não há investidores a sofrerem

¹⁰ Artigo com o título “UMA REFLEXÃO SOBRE OS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO DE ACÇÕES” publicado pela CMVM nos cadernos do mercado de valores mobiliários, nº 15

o impacto negativo dos resgates de outros investidores. Para além disso, é maximizada a receita do Estado, relativamente ao modelo atualmente vigente que tributa os rendimentos ao nível dos fundos de investimento e os isenta na esfera dos investidores.

A pedido da CMVM, a ERNST & YOUNG desenvolveu um estudo sobre um novo modelo de tributação para os fundos de investimento. Segundo a resenha efetuada por Salgado Oliveira (2003)¹¹, o estudo considerou que um novo modelo deveria, por um lado permitir o desenvolvimento do mercado de capitais português e a captação de poupanças de investidores nacionais e estrangeiros, e por outro lado assegurar a manutenção da receita fiscal em níveis semelhantes aos do atual regime, e ainda garantir o controlo da evasão fiscal.

O referido estudo apresenta duas alternativas distintas e uma terceira que combina e otimiza as outras duas. Na terceira alternativa, o estudo efetuado procurou reunir os aspetos positivos das outras duas, minimizando eventuais pontos fracos, apontando uma tributação em sede de IRC dos rendimentos obtidos pelo fundo de investimento a uma taxa residual de 1% e uma tributação dos rendimentos obtidos pelos participantes a taxas de retenção na fonte, com natureza liberatória, diferenciadas consoante os diversos tipos de rendimentos gerados na esfera do fundo.

No relatório do Grupo para a Reavaliação dos Benefícios Fiscais¹² é referido que, a evolução do modelo de tributação, deve passar por um trabalho prévio de avaliação aprofundada, tanto do mercado nacional dos fundos de investimento e da sua expressão na formação da receita, como do impacto da eventual alteração do modelo de tributação, para além da sua envolvente internacional, numa lógica de competitividade internacional.

2.2 As oportunidades de gestão fiscal na gestão de ativos financeiros

Os investidores na gestão normal dos seus negócios procuram minimizar os impostos a pagar. A gestão fiscal *“caracteriza-se por uma postura ativa da parte do contribuinte, que procura inserir a variável fiscal nas suas decisões e, assim, normalmente, minimizar a fatura fiscal que sobre ele recai (...) por uma via totalmente*

¹¹ Artigo com o título “FUNDOS DE INVESTIMENTO: ALTERNATIVAS AO ACTUAL SISTEMA FISCAL” publicado pela CMVM nos cadernos do mercado de valores mobiliários, n.º 17

¹² Relatório publicado nos Cadernos de Ciência e Técnica Fiscal n.º 198

legítima e lícita, querida até pelo legislador ou deixada por este como opção ao contribuinte” (Freitas Pereira, 2011).

Recorrendo sempre a práticas lícitas, a gestão fiscal procura exclusões tributárias, benefícios fiscais ou alternativas fiscais. Estas alternativas projetam-se nas disposições dos códigos fiscais, em que é possível escolher-se o regime de tributação ou a forma de determinação do rendimento tributável (Freitas Pereira, 2011).

Um exemplo ilustrativo refere-se às mais-valias, dado que só há lugar a tributação quando se verifica a sua realização, cria-se uma oportunidade de gestão fiscal, permitindo ao investidor diferir no tempo o pagamento do imposto (Xavier de Basto, 2007), podendo em cada ano realizar mais ou menos valias em função do saldo que vai apurando.

Outro exemplo relaciona-se com a existência da diferenciação na forma da determinação do rendimento sujeito a imposto, o que leva os investidores a preferir investir em ativos financeiros prometedores de mais-valias (Xavier de Basto, 2007), afastando-se sempre que possível, do enquadramento na categoria de rendimentos de capitais, por não permitir dedução de perdas.

A gestão fiscal ou elisão fiscal internacional trata de evitar a aplicação de certas normas, através de atos que procuram impedir a ocorrência do facto gerador do imposto em certo ordenamento jurídico e que promovem a ocorrência desse mesmo facto em outro ordenamento jurídico mais favorável (Xavier, 2009).

No entanto, a mobilidade do capital e a concorrência fiscal internacional (Zodrow, 2006) cria problemas aos decisores da política fiscal das pequenas economias, designadamente sobre o tratamento fiscal que deve ser dado aos rendimentos do capital.

Os efeitos negativos da concorrência fiscal, que a literatura económica de há muito vem referindo, podem ser assimilados a externalidades negativas que segundo Giannini (2000), os países não têm em devida conta ao formularem as suas políticas fiscais, tirando até vantagens das repercussões negativas que essas políticas podem produzir nos outros países. A concorrência fiscal descontrolada tem efeitos nefastos, designadamente nos países com taxas mais elevadas que perdem receitas e capitais. Consequentemente, estes países, para evitarem estes efeitos negativos, desencadeiam

um processo de redução de taxas, que pode ser abaixo do ótimo, com implicações na despesa pública, que compromete a melhoria do bem-estar dos cidadãos.

A mesma autora refere ainda que muitos modelos económicos preveem que, se a economia for pequena e aberta e o capital tiver completa mobilidade, a tributação na fonte tenderá quase a desaparecer, o que tem levado os países a deslocarem o peso da tributação para fatores com menor mobilidade, sobretudo o trabalho.

Outra literatura (Wilson, 1999) investigou modelos em que se demonstra que a concorrência fiscal pode desempenhar um papel benéfico na redução do despesismo dos governos.

Consequentemente, os impostos devem ser levados em conta no planeamento da alocação do investimento em ativos financeiros (Gannon and Blum, 2006), pelo que a gestão das carteiras deve considerar os efeitos da tributação sobre o retorno das aplicações em ações ou em outros ativos financeiros.

2.3 Os efeitos da fiscalidade na gestão de ativos financeiros

De acordo com Bastardo (2011), a eficiência dos mercados financeiros, entre outros fatores, pressupõe a existência de uma plataforma de transações com custos reduzidos, designadamente os impostos.

Modigliani e Miller (1961, citados por Pereira Cadete, 1998) sugerem que as decisões dos investidores na seleção das suas carteiras podem ser influenciadas pelas imperfeições do mercado, designadamente a existência de custos de transação e de diferentes taxas de tributação. Estas imperfeições afiguram-se suficientemente importantes para incentivarem os investidores a centrarem a constituição das suas carteiras em títulos que possibilitem a redução destes custos.

Para além disso, a tributação também pode influenciar a distribuição de dividendos. Num trabalho apresentado por Atkinson e Stiglitz (1980, citados por Pereira Cadete, 1998) demonstrou-se que na avaliação do preço de uma ação se deve incorporar, não só os dividendos a receber, mas também os ganhos de capital que se espera obter aquando da alienação do título. No caso de se considerar um sistema fiscal com diferentes taxas de tributação sobre os dividendos e sobre as mais-valias, os autores

demonstraram que se gera um claro incentivo à criação de ganhos de capital através da recompra pela empresa das suas próprias ações.

Outros autores (Lie and Lie, 1999), concluíram que as decisões em matéria de distribuição de dividendos pelas empresas podem ser influenciadas, de acordo com a fiscalidade aplicável aos acionistas.

No mesmo contexto, alguns autores conseguiram demonstrar (Dammon, Spatt, and Zhong, 2003) que os investidores têm preferência por investir em aplicações que possibilitem diferir o pagamento do imposto, designadamente em ações que não distribuam dividendos.

Outros autores (Liu, Adams and Ibrahim, 2011) desenvolveram um modelo de otimização de uma carteira de ativos financeiros, de forma a analisar a influência do imposto sobre o rendimento na gestão de carteiras, concluindo que o imposto tem um impacto óbvio sobre a otimização das carteiras dos investidores.

Este modelo foi estendido ao mercado global, onde se avaliou a relação direta entre o imposto sobre rendimento e o desempenho do mercado, concluindo que a otimização de uma carteira de ativos financeiros num mercado global é altamente sensível a vários fatores de mercado, tais como a correlação entre os ativos financeiros; o retorno; os custos de transação; e a política fiscal. Além disso, os preços justos de alguns ativos financeiros mostraram ser influenciados pelas taxas de imposto sobre outros.

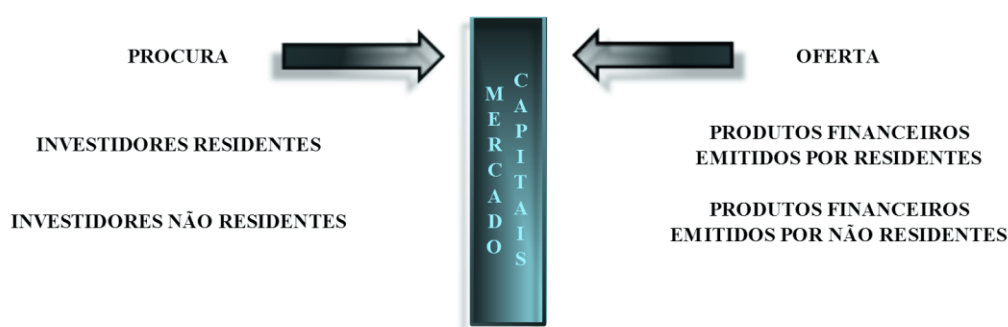
O impacto dos impostos sobre o desempenho de carteiras foi também objeto de estudo de Bergstresse e Pontiff (2012), que analisaram os efeitos na variação dos encargos com impostos sobre ganhos de capital de carteiras de referência, tendo concluído que as carteiras com ativos financeiros de pequenas empresas tendem a ter uma maior exposição à tributação dos ganhos de capital, em relação às carteiras compostas com ações de grandes empresas ou em carteiras de crescimento em que a tributação tende a ser menor.

3. Quadro legal aplicável aos ativos financeiros

3.1 Enquadramento Fiscal dos rendimentos de ativos financeiros

No mercado de capitais intervêm vários atores, uns do lado da procura e outros do lado da oferta. Os primeiros são os investidores, residentes e não residentes, e o perfil de cada um deles releva para efeitos de tributação dos rendimentos que possam obter em ativos financeiros. No lado da oferta, encontram-se os intermediários financeiros, que dispõem de uma panóplia de produtos financeiros para oferecer aos seus clientes, que podem ser emitidos por entidades residentes ou por não residentes, conforme representado na Figura 1.

Figura1 – Mercado de capitais (Relação investidores vs. Intermediários Financeiros)

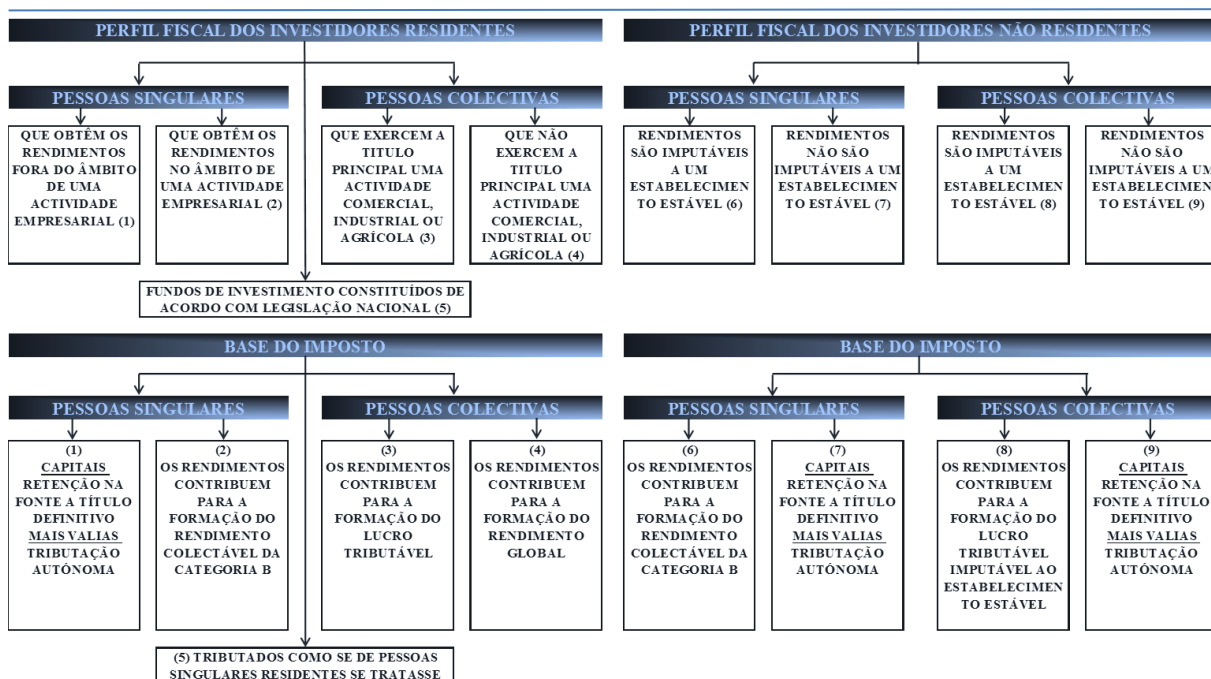


O sistema fiscal português possibilita enquadramentos diferenciados em termos de tributação dos rendimentos de ativos financeiros, de acordo com o perfil do investidor conforme apresentado na Figura 2. É possível identificar nove perfis fiscais diferentes, para além das entidades que aproveitam de isenção, designadamente os fundos de pensões.

Assim, caso se trate de investidor residente, a tributação dos rendimentos obtidos por pessoas singulares difere da tributação dos rendimentos obtidos por pessoas coletivas, e difere igualmente se o investidor efetuar as suas aplicações no âmbito de uma atividade empresarial. Caso se trate de investidor não residente, a tributação dos rendimentos obtidos difere, consoante sejam obtidos através de estabelecimento estável situado em território português ou obtidos sem estabelecimento estável aqui situado.

Os fundos de investimento mobiliário e imobiliário, constituídos de acordo com a legislação nacional, são tributados de acordo com o regime especial de tributação previsto no artigo 22º do EBF, e, como regra, são tratados para efeitos fiscais como se os rendimentos fossem obtidos diretamente por pessoas singulares residentes.

Figura2 – Perfil fiscal dos investidores



Genericamente, pode referir-se que os investidores pessoas singulares residentes, que obtêm os rendimentos fora do âmbito de uma actividade empresarial, são considerados sujeitos passivos de IRS nos termos do artigo 13º do CIRS, tributados de acordo com o princípio da universalidade, estabelecido no nº1 do artigo 15º do CIRS. Os rendimentos por eles obtidos são sujeitos a tributação às taxas liberatórias previstas no artigo 71º do CIRS, caso se trate de rendimentos qualificados de capitais, com opção de englobamento, ou às taxas especiais de tributação de forma autónoma previstas no artigo 72º do CIRS, caso se trate de rendimentos qualificados de mais-valias, também com opção de englobamento.

No caso de se tratar de rendimentos decorrentes de investimentos efetuados em valores mobiliários emitidos por entidades não residentes, estes investidores são tributados por retenção na fonte nos termos do artigo 71º, nº2 do CIRS, quando os rendimentos são pagos ou colocados à disposição por intermediário financeiro residente em território português, ou, não sendo o caso, são tributados à taxa especial prevista no

artigo 72º, nº 5 do CIRS, de forma autónoma, sempre com opção de englobamento. Havendo imposto pago no estrangeiro, o mesmo pode ser eliminado, nos termos do artigo 81º do CIRS e de uma convenção quando existir, através da sua inclusão no anexo J da declaração de rendimentos modelo 3, prevista no artigo 57º do CIRS.

Os investidores pessoas singulares residentes que obtêm os rendimentos no âmbito de uma atividade empresarial ou profissional, os rendimentos qualificados de capitais, embora sujeitos a retenção na fonte, esta tem natureza de pagamento por conta, conforme estabelecido no artigo 11º, nº 2 do Decreto-lei nº 42/91. Contudo, os rendimentos são atraídos à categoria B de rendimentos empresariais e profissionais, por força do disposto no artigo 3º, nº 2, alínea b) do CIRS, contribuindo para a formação do lucro tributável apurado, segundo as regras previstas no CIRC, por remissão efetuada no artigo 32º do CIRS, e tributados às taxas gerais progressivas constantes do artigo 68º do CIRS. O mesmo sucede com os rendimentos qualificados de mais-valias, que embora não sendo sujeitos a retenção na fonte, são também atraídos à categoria B, por força do artigo 3º, nº 2, alínea c) do CIRS.

Os investidores pessoas singulares não residentes, que obtêm os rendimentos sem estabelecimento estável, são sujeitos passivos de IRS nos termos do artigo 13º, nº1 do CIRS, apenas quanto aos rendimentos considerados obtidos em território português, de acordo com princípio da fonte, previsto no artigo 15º, nº2 e artigo 18º, ambos do CIRS.

Estes investidores são sujeitos a tributação por retenção na fonte, a título definitivo, quanto aos rendimentos qualificados de capitais e sujeitos à taxa especial prevista no artigo 72º, nº 4 do CIRS, quanto aos rendimentos qualificados de mais-valias, podendo aproveitar da isenção estabelecida no artigo 27º do EBF.

Tratando-se de investidores residentes em países com os quais Portugal tenha celebrado uma convenção para evitar a dupla tributação, poderá haver lugar a dispensa parcial de retenção na fonte por força das normas convencionais, nos termos do artigo 18º do Decreto-Lei nº 42/91, caso se trate de dividendos ou de juros em que convencionalmente se estabelece que o Estado da fonte pode também tributar o rendimento, mas apenas de forma limitada às taxas estabelecidas na respetiva convenção, ou poderão ser afastados de tributação em Portugal, os rendimentos qualificados de mais-valias, dado que, por regra, as convenções estabelecem que para

este tipo de rendimentos a competência de tributação é exclusiva do Estado de residência.

Os investidores pessoas singulares não residentes, que obtêm os rendimentos através de estabelecimento estável, são sujeitos passivos de IRS, nos termos do artigo 13º, nº1 do CIRS, quanto aos rendimentos imputáveis ao estabelecimento estável situado em território português, de acordo com o previsto no artigo 15º, nº2 e artigo 18º, n.º 1 alínea e), ambos do CIRS. Estes investidores são tributados, de acordo com as regras aplicáveis aos investidores pessoas singulares residentes que obtêm os rendimentos no âmbito de uma atividade empresarial ou profissional.

A taxa de tributação que incide sobre os rendimentos obtidos pelos investidores pessoas singulares, quer residentes, quer não residentes, é atualmente única, de 28%, prevista no artigo 71º e artigo 72º, ambos do CIRS.

Os investidores pessoas coletivas residentes que exercem a título principal uma atividade de natureza comercial, industrial ou agrícola são sujeitos passivos de IRC, nos termos do artigo 2º, nº 1 do CIRC, e tributados com base no lucro, que consiste na diferença entre os valores do património líquido no fim e no início do período de tributação, de acordo com o princípio do rendimento acréscimo estabelecido no nº2 do artigo 3º do CIRC. A qualificação dos rendimentos como sendo de capitais apenas releva para efeitos de obrigação de retenção na fonte, concorrendo, quer os ganhos quer as perdas, para a formação do lucro tributável. A taxa geral de IRC aplicável à matéria coletável apurada por estes investidores, nos termos do artigo 16º do CIRC, é de 25%, conforme previsto no nº 1 do artigo 87º do CIRC.

Os investidores pessoas coletivas residentes que não exercem a título principal uma atividade de natureza comercial, industrial ou agrícola, são sujeitos passivos de IRC, nos termos do artigo 2º, nº 1 do CIRC, e tributados com base no rendimento global, que corresponde à soma algébrica dos rendimentos das diversas categorias consideradas para efeitos do IRS, conforme dispõe o artigo 3º do CIRC. O rendimento global é determinado com base nos rendimentos líquidos das diversas categorias, apurados nos termos do CIRS.

Assim, para estes investidores é relevante a qualificação dos rendimentos em capitais ou mais-valias, uma vez que os rendimentos de capitais são sujeitos a retenção

na fonte, com natureza de pagamento por conta, nos termos do artigo 94º do CIRC, não sendo admitida qualquer dedução de perdas e o saldo apurado em cada ano entre as mais e menos valias realizadas, nos termos do artigo 43º e seguintes do CIRS, concorre para a formação do rendimento global, nos termos do artigo 53º do CIRC. A taxa geral de IRC aplicável à matéria coletável apurada por estes investidores, nos termos do artigo 16º do CIRC, é de 21,5%, conforme previsto no artigo 87º nº 5, do CIRC.

Os investidores pessoas coletivas não residentes, sem estabelecimento estável, são sujeitos passivos de IRC, nos termos do artigo 2º do CIRC, sendo tributados com base nos rendimentos das diversas categorias consideradas para efeitos de IRS, conforme dispõe o artigo 3º do CIRC. Estes investidores são apenas tributados pelos rendimentos considerados obtidos em território português, de acordo com o princípio da fonte estabelecido no artigo 4º do CIRC. Os rendimentos obtidos por estes investidores são de forma individualizada determinados de acordo com as regras do CIRS, nos termos previstos no artigo 56º do CIRC.

Assim, os rendimentos qualificados de capitais são sujeitos a retenção na fonte a título definitivo à taxa prevista no artigo 87º, n.º 4 do CIRC. No entanto, caso se trate de investidores residentes em países com os quais Portugal celebrou uma convenção para evitar a dupla tributação, pode haver lugar à dispensa parcial de retenção na fonte, por força das normas convencionais, nos termos do artigo 98º do CIRC, sempre que se trate de dividendos ou juros, dado que a competência da tributação é cumulativa dos dois Estados contratantes, sendo no entanto limitada às taxas previstas na respetiva convenção no Estado da fonte.

Quanto aos rendimentos qualificados de mais-valias, são sujeitos a tributação à taxa prevista no artigo 87º, n.º 4, podendo aproveitar a isenção estabelecida no artigo 27º do EBF, ou a tributação ser afastada por força de uma convenção, caso se trate de investidores residentes em países com o qual Portugal celebrou uma convenção para evitar a dupla tributação, dado que, por regra, as convenções estabelecem que para este tipo de rendimentos a competência de tributação é exclusiva do Estado de residência

Os investidores pessoas coletivas não residentes, com estabelecimento estável, são sujeitos passivos de IRC, nos termos do artigo 2º do CIRC, sendo tributados com base no lucro imputável ao estabelecimento estável, que consiste na diferença entre os valores do património líquido no fim e no início do período de tributação, do

estabelecimento estável, conforme dispõe o artigo 3º e artigo 4º, ambos do CIRC. Estes investidores são tributados de acordo com as regras aplicáveis aos sujeitos passivos, pessoas coletivas que exercem a título principal uma atividade de natureza comercial, industrial ou agrícola, por força do que dispõe o artigo 55º do CIRC.

A taxa de retenção na fonte é, nos termos do artigo 94º do CIRC, de 25% para os rendimentos qualificados de capitais, obtidos pelos investidores pessoas coletivas, quer sejam residentes, quer sejam não residentes, sendo igual à taxa aplicável na tributação final, exceto quanto às pessoas coletivas residentes que não exercem a título principal uma atividade de natureza comercial, industrial ou agrícola, em que a taxa final é de 21,5%.

Os fundos de investimento constituídos de acordo com a legislação nacional são tributados como se de pessoas singulares residentes se tratasse, de acordo com o regime especial previsto no artigo 22º do EBF. O regime prevê que os rendimentos qualificados de capitais obtidos em território português são por regra tributados à taxa de 28% por retenção na fonte ou de forma autónoma, ou à taxa de 20% quando obtidos fora do território português. O saldo apurado em cada ano entre as mais e menos valias realizadas é tributado à taxa de 25%.

Os rendimentos dos valores mobiliários representativos de dívida, emitidos por entidades residentes, encontram-se abrangidos pelo regime especial de tributação aprovado pelo Decreto-lei, n.º 193/2005, de 7 de Novembro, desde que estejam integrados em contas do sistema centralizado gerido pela Interbolsa, de acordo com o previsto no artigo 3º do regime. Este regime estabelece uma isenção de IRS e IRC aos rendimentos obtidos pelos investidores não residentes, desde que não domiciliados em paraísos fiscais, que abrange, quer os rendimentos qualificados de capitais, quer os rendimentos qualificados de mais-valias, decorrentes dos investimentos efetuados naqueles títulos, conforme dispõem os artigos 4º e 5º do regime.

Os valores mobiliários abrangidos pelo regime especial são negociados em mercado secundário, com juro bruto, nos termos do artigo 7º do regime. Numa operação de transmissão, sempre que o adquirente seja um investidor sujeito a retenção na fonte, nos termos do regime, as entidades registadoras diretas, são obrigadas nos termos do artigo 11º do regime, a reembolsar o imposto correspondente aos rendimentos de capitais, determinados de acordo com o disposto no artigo 5º, nº 5 do CIRS. Caso o

transmitente seja um investidor sujeito a retenção na fonte, as entidades registadoras diretas são, nos mesmos termos, obrigadas a reter o imposto correspondente ao rendimento de capitais calculado de acordo com o artigo 5º, nº5 do CIRS.

Os valores mobiliários representativos de dívida não abrangidos pelo regime especial, que sejam emitidos por entidades residentes em território português ou por entidades não residentes que aqui possuam estabelecimento estável, ao qual sejam imputáveis o pagamento da respetiva remuneração, são negociados em mercado secundário a juro líquido. Neste regime, os investidores residentes fiscais em território português, que sejam pessoas coletivas ou pessoas singulares e que efetuem as operações no âmbito de uma atividade empresarial, são obrigados a proceder ao registo numa conta corrente com o Estado, de acordo com o previsto no artigo 12º-A do Decreto-lei nº 42/91, do imposto considerado no apuramento líquido dos juros respeitantes aos valores mobiliários transacionados.

Os rendimentos das obrigações titularizadas e das unidades de titularização de créditos, de acordo com o regime fiscal das operações de titularização de créditos, são tributados em conformidade com a fiscalidade aplicável às obrigações, quer quanto aos rendimentos qualificados de capitais, quer quanto aos rendimentos qualificados de mais-valias. O regime fiscal das operações de titularização de créditos vem estabelecido no Decreto-lei n.º 219/2001, de 4 de agosto, que prevê também, no seu artigo 4º, uma isenção de IRS e IRC sempre que os rendimentos sejam obtidos por investidores não residentes, que não sejam domiciliados em paraísos fiscais.

3.2 Enquadramento normativo da atividade de gestão de ativos financeiros

A atividade de gestão de ativos financeiros é desenvolvida por intermediários financeiros, que são definidos como empresas prestadoras dos serviços que permitem aos investidores atuar nos mercados de capitais, cuja tipificação é feita no artigo 293º do CVM.

Os investidores podem ser qualificados nos termos do artigo 30º do CVM, donde destacamos as instituições de investimento coletivo e respetivas sociedades gestoras e os fundos de pensões e respetivas sociedades gestoras.

Os investidores podem investir no mercado de capitais através de um intermediário financeiro, que lhe presta um serviço de investimento em instrumentos financeiros, de acordo com o previsto no artigo 290º do CVM, ou seja, um serviço de gestão de carteiras por conta de outrem, que de acordo com o guia do investidor publicado pela CMVM¹³, consiste na gestão de patrimónios, nomeadamente dos valores mobiliários que pertencem aos investidores. Esta gestão é efetuada de forma discricionária e individualizada, atendendo às necessidades, perfil de risco e objetivos de cada investidor.

Os organismos de investimento coletivo constituem a via indireta para os investidores investirem no mercado de capitais. Estes organismos têm como fim o investimento coletivo de capitais obtidos junto do público, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de divisão de riscos e à prossecução do exclusivo interesse dos participantes, conforme dispõe o artigo 1º do regime jurídico dos organismos de investimento coletivo, republicado pelo Decreto-Lei nº 63-A/2013, de 10 de maio. São considerados, assim, uma alternativa ao investimento direto, pois são geridos por profissionais que conhecem os mercados em que os instrumentos financeiros são negociados e permitem, através da diversificação do seu património, diminuir o risco dos investimentos.

A atividade de gestão de ativos financeiros é supervisionada e regulada pela CMVM, cujas competências, além da supervisão e regulação, abrange também a cooperação e promoção do mercado de valores mobiliários, de acordo com o Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 473/99, de 8 de Novembro. No âmbito destas competências a CMVM produz trimestralmente um relatório estatístico da gestão de ativos financeiros em Portugal, que permitiu analisar a sua evolução nos últimos 10 anos (cfr. Anexo I).

¹³ www.cmvm.pt

4. Análise dos resultados obtidos

4.1 Os efeitos da Fiscalidade nas decisões dos investidores

A literatura sobre os efeitos da fiscalidade nas decisões dos investidores é consensual em concluir, designadamente que os investidores procuram alocar os seus investimentos a ativos financeiros com baixa tributação; preferem realizar mais-valias do que receber dividendos sempre que o tratamento fiscal destes é mais gravoso do que o das mais-valias; tentam diferir o pagamento do imposto sempre que a legislação aplicável o permita; e que os emitentes oferecem produtos financeiros de dívida mais atrativos para os investidores e com menos encargos fiscais.

Analizada a evolução dos ativos financeiros sob gestão individual (cfr. Anexo I), verifica-se que estes registaram um decréscimo de 2009 para 2012 de 10.026,10 milhões de euros, que reflete a influência nas decisões dos investidores da introdução em 2010 no CIRS de um regime de tributação das mais-valias mobiliárias a uma taxa de tributação idêntica à dos rendimentos de capitais e a eliminação da exclusão de tributação das mais-valias realizadas pela alienação de valores mobiliários representativos de dívida (Q1).

Na gestão individual de ativos financeiros, os investidores, eventualmente, vinham optando por investir em ativos financeiros que geravam rendimentos qualificados de mais-valias, como sendo os certificados cujo valor de reembolso é indexado à valorização de um ativo subjacente e os *warrants* autónomos, dado que a fiscalidade aplicável a esta categoria de rendimentos tributa a diferença entre ganhos e perdas, ou seja, as decisões de escolha podem ter sido realizadas em função da fiscalidade aplicável ao produto (Q2).

Analisando a evolução da gestão coletiva de ativos financeiros (cfr. Anexo I), verifica-se que o valor destes ativos financeiros alocados a fundos de investimento mobiliário (FIM), decresceu de 2002 para 2012 em 14.607,10 milhões de euros. Este decréscimo pode ser revelador do que é referido na literatura como falta de competitividade do regime especial de tributação dos FIM, em que uma tributação dos rendimentos à entrada do fundo impossibilita os investidores estrangeiros de poderem recuperar esse imposto, o que pode estar a afastá-los do mercado de OICVM (Q5).

Por outro lado, verifica-se que os ativos financeiros alocados aos fundos de titularização de créditos tiveram um crescimento acentuado desde 2002 até 2009 em 31.669,20 milhões euros (cfr. Anexo I), o que pode ter sido influenciado pelo regime fiscal introduzido em 2001, pelo Decreto-lei n.º 219/2001, que concede isenção de IRS e IRC aos rendimentos obtidos por investidores não residentes titulares de unidades de titularização de créditos (Q2).

A análise efetuada permitiu, assim, responder à questão Q1, no sentido de que se afigura que o comportamento dos investidores na década em análise demonstra que a Fiscalidade foi tida em consideração nas suas decisões, bem como à questão Q2, em que se verificou que os investidores não residentes optaram por alocar os seus investimentos, ou a ativos financeiros localizados em países de baixa tributação, ou a unidades de titularização de créditos que aproveitam de uma isenção de IRS e IRC, em vez de alocarem a produtos financeiros com tributação mais gravosa.

4.2 A Fiscalidade *versus* oportunidades de gestão fiscal

O presente estudo, identificou diversas situações em que a fiscalidade aplicável é suscetível de oferecer aos investidores oportunidades de gestão fiscal.

Assim, o tratamento diferenciado concedido aos rendimentos de capitais, que não admitem dedução de perdas e rendimentos qualificados de mais-valias, em que o rendimento sujeito a tributação corresponde ao saldo entre ganhos e perdas apurados num mesmo ano, poderá, em algumas situações, representar para os investidores oportunidades de gestão fiscal.

O recente entendimento da Administração Fiscal, que considera a diferença entre o valor de reembolso e o valor de aquisição de obrigações, quando positiva como rendimento enquadrado na categoria de rendimentos de capitais, conforme o artigo 5º, nº 2, alínea p) do CIRS, poderá influenciar o comportamento dos investidores, levando-os a proceder à alienação das obrigações próximo da data do reembolso, de modo a realizar um ganho não sujeito a retenção na fonte, ou uma perda dedutível, nos termos das regras fiscais aplicáveis aos rendimentos qualificados de mais-valias.

Sempre que o investidor pretenda desinvestir em unidades de participação em fundos de investimento mobiliário, no caso de as mesmas terem verificado uma valorização negativa, e para que a perda releve para efeitos fiscais, a alienação em vez

do resgate é a opção, o que corresponde a mais uma oportunidade de gestão fiscal, dado que, assim, a perda releva para efeitos de determinação dos rendimentos de mais-valias. Tal não acontece no resgate, uma vez que este se enquadra na categoria de rendimentos de capitais, para a qual os rendimentos negativos não relevam.

As decisões dos investidores são, igualmente, influenciadas no sentido de não investir em instrumentos financeiros derivados, que sejam *swaps* de taxa de juro, *swaps* de divisas e operações cambiais a prazo, dado que nestas operações o regime fiscal aplicável atribui-lhes sempre um ganho. Na realidade, trata-se de operações suscetíveis de gerarem ganhos ou perdas. No entanto, por opção, os investidores podem alocar os seus investimentos a instrumentos financeiros derivados, que sejam contratos de opção e contratos de futuros, caso em que os rendimentos, quer positivos quer negativos relevam para efeitos fiscais, uma vez que se enquadram na categoria de rendimentos de mais-valias.

Em operações internacionais, as decisões dos investidores também podem ser influenciadas, induzindo-os a procurar mercados em países com os quais o seu país de residência tenha celebrado uma convenção para evitar a dupla tributação, por um lado procurando realizar sempre que possível mais-valias - pela alienação dos ativos financeiros, dado que estas, por regra, não são tributadas no país da fonte, de acordo com as normas convencionais - e, por outro procurando alocar os seus ativos financeiros a países cuja taxa de tributação estabelecida nos termos das convenções seja de 10% em vez de 15% (cfr. Anexo III), quer para os juros, quer para os dividendos, dado que se trata de rendimentos cuja competência da tributação é cumulativa dos dois Estados, mas limitada no Estado da fonte à taxa estabelecida na convenção.

Em alternativa, podem ainda preferir investir em países de baixa tributação, uma vez que a concorrência fiscal internacional é uma realidade que, se por um lado tem repercussões negativas dado que é um processo que desencadeia uma redução generalizada das taxas de tributação do capital com implicações na tributação do rendimento do trabalho, por outro pode ser vista como benéfica na redução do despesismo dos governos.

4.3 Os efeitos da Fiscalidade na gestão de ativos financeiros em Portugal

Com o objetivo de se conhecer o mercado de gestão de ativos financeiros em Portugal e em que medida a fiscalidade pode influenciar as decisões na gestão de ativos financeiros, foi enviado às diversas instituições (cfr. Anexo IV) a operarem no mercado português um inquérito *online* com duas partes, uma para ser respondida por gestores que exerçam a atividade de gestão individual e outra para os gestores que exerçam a atividade de gestão coletiva (cfr. Anexo II).

O inquérito enviado aos gestores de ativos financeiros em atividade nas instituições domiciliadas em território português obteve apenas 34 respostas validadas, o que não nos parece representativo do universo, pelo que a análise efetuada com base neste inquérito será apenas indicativa mas não conclusiva. De notar que das 34 respostas, 19 foram enviadas por gestores que exercem a atividade de gestão individual de ativos financeiros e 15 foram enviadas por gestores que exercem a atividade de gestão coletiva de ativos financeiros, conforme se verifica na Tabela 1.

Tabela 1: Número de respostas por tipo de instituição

Tipo de instituição	Número De respostas	%
Instituições de crédito nacionais	13	38
Sucursais de instituições de crédito não residentes	0	0
Sociedades gestoras de patrimónios	6	18
Sociedades corretoras	0	0
Sociedades financeiras de corretagem	4	12
Sucursais de empresas de investimento não residentes	0	0
Sociedades gestoras em OICVM	8	24
Outras sociedades gestoras de fundos	2	6
Outras instituições	1	2
Total	34	100

No que diz respeito aos produtos financeiros alocados às carteiras, os clássicos continuam a ser preferidos pelos gestores na constituição das suas carteiras, dado o seu menor risco. Verifica-se que apenas três dos gestores de gestão coletiva de ativos financeiros responderam que investem em unidades de participação em fundos de

investimento nacionais, sendo que 53% destes gestores preferem investir em unidades de participação em fundos de investimento estrangeiros, donde se infere que o regime fiscal atual dos FIM afasta, não só os investidores estrangeiros como também a gestão coletiva nacional.

Tabela 2: Produtos financeiros mais alocados às carteiras de ativos financeiros

Tipo de produto	Número De respostas	%
Ações	29	19
Obrigações de rendimento fixo	28	18
Obrigações estruturadas	16	10
Certificados	9	6
Warrants autónomos	6	4
CFD	6	4
Unidades de participação em fundos nacionais	17	11
Unidades de participação em fundos estrangeiros	20	13
ETF	11	7
Outros	13	8
Total	155	100

Relativamente ao peso dos investidores não residentes na atividade de gestão individual, conforme se verifica na Tabela 3, 63% dos gestores que exercem atividade de gestão individual gerem carteiras de investidores não residentes. Apesar de não se conhecer o total do valor dos ativos financeiros sob gestão em carteiras de investidores não residentes, a informação obtida no inquérito é indicativa de que os investidores não residentes são parte significativa do nosso mercado de gestão de ativos financeiros.

Tabela 3: Peso dos investidores não residentes na atividade de gestão individual de ativos financeiros (resposta à Questão nº 3)

	Número De respostas	%
Sim	12	63
Não	7	37
Total	19	100

Em relação às oportunidades de gestão fiscal, a Tabela 4 mostra que 69% dos gestores realizam operações de gestão fiscal face às questões colocadas, o que reflete a influência da fiscalidade na gestão de ativos financeiros.

Tabela 4: Grau de utilização das oportunidades de gestão fiscal (resposta às questões n.ºs 8, 9,10,12,13,14,26, 27, 28, 29 e 30)

	Número De respostas	%
Sim	131	69
Não	58	31
Total	189	100

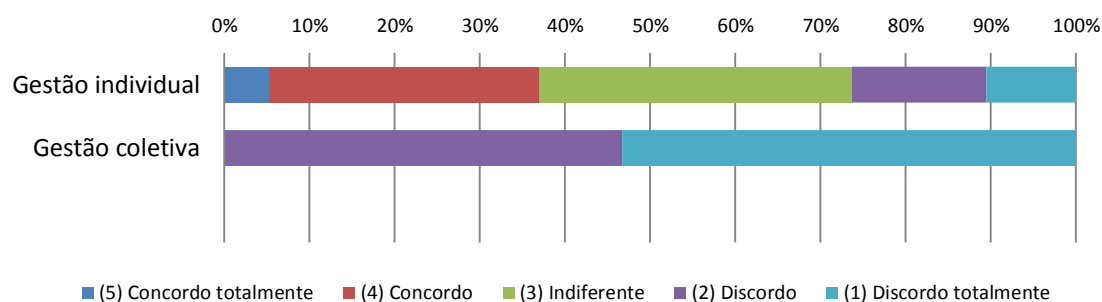
Quanto à questão de se saber até que ponto se está a domiciliar os fundos em mercados com tributação mais favorável, dos gestores que responderam, 60% efetuam gestão de fundos domiciliados no estrangeiro, o que é bem representativo dos efeitos que o atual regime fiscal provoca nas escolhas dos investidores (Tabela 5).

Tabela 5: Número de respostas de gestores que na sua atividade efetuam gestão de fundos domiciliados no estrangeiro

	Número De respostas	%
Sim	9	60
Não	6	40
Total	15	100

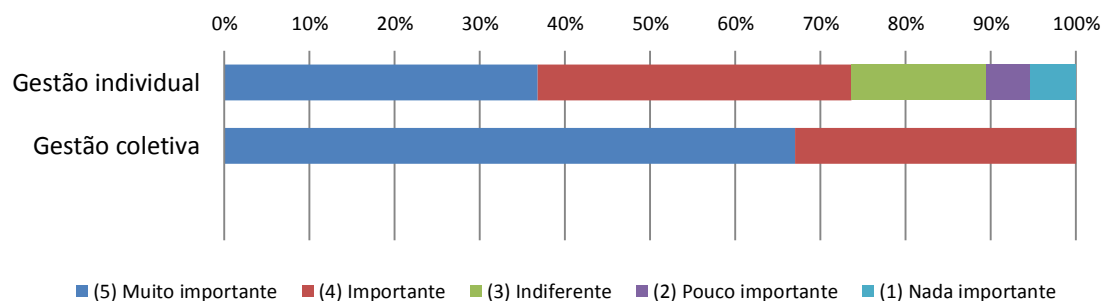
A Tabela 6 mostra como é significativa a discordância quanto ao atual regime fiscal dos fundos de investimento mobiliário. Das sugestões apresentadas pelos inquiridos, destaca-se a de que o regime devia ser harmonizado com os regimes que vigoram na Irlanda e no Luxemburgo.

Tabela 6: Concordância com o atual regime fiscal dos fundos de investimento



Por fim, a importância que a fiscalidade pode assumir no momento da decisão de investir foi considerada por uma parte significativa dos gestores como muito importante, conforme ilustra a Tabela 7.

Tabela 7: Importância da Fiscalidade nas decisões dos investidores



5. Conclusões

5.1 Principais conclusões do estudo

O estudo efetuado permitiu concluir que os investidores procuram mercados de baixos custos de transação, designadamente no que diz respeito aos impostos, e que nas suas decisões, geralmente, ponderam a fiscalidade aplicável aos rendimentos dos ativos financeiros em que pretendem investir (Q1).

A literatura sobre os efeitos da fiscalidade nas decisões dos investidores é consensual em que os investidores preocupam-se em escolher investir em ativos financeiros com baixa taxa de tributação, preferindo os que geram rendimentos que possam ser qualificados de ganhos de capital (mais-valias), dado que estes têm tendencialmente um tratamento fiscal mais favorável (Q2).

A atividade de gestão individual de ativos financeiros ainda consegue atrair investidores não residentes, sendo as carteiras de titulares não residentes sob gestão bastante significativas, de acordo com as respostas obtidas às questões nºs 3 e 4 do questionário enviado aos gestores. Embora não sendo possível medir o peso dos investidores não residentes, obteve-se a informação de que 63% dos gestores que responderam ao inquérito geram carteiras de investidores não residentes (Q3).

A diferenciação na determinação do rendimento sujeito a tributação traduz-se em oportunidades de gestão fiscal que os investidores procuram aproveitar, designadamente ao preferirem realizar ganhos de capital (mais-valias), em vez de rendimentos qualificados de capitais (Q4).

A concorrência fiscal internacional é uma realidade, traduzida pelo facto de os países procurarem atrair os investidores não residentes com legislações que contemplam tratamentos fiscais mais favoráveis, nomeadamente ao nível dos produtos de dívida e dos OICVM. Contudo, o regime de tributação dos fundos de investimento mobiliário nacionais não se revela internacionalmente competitivo, o que parece estar a provocar uma deslocalização daqueles investidores para outros mercados (Q5).

Algumas instituições financeiras a operarem no mercado português numa procura por minimizar os impostos a suportar pelas carteiras de ativos financeiros que geram, ou seja, numa ótica de gestão fiscal, estão a domiciliar fundos de investimento

em outros mercados, de acordo com as respostas dadas por 60% dos gestores de gestão coletiva de ativos financeiros que responderam ao inquérito (Q6).

Em suma, pode inferir-se que, nas suas decisões, os investidores tomam em consideração a fiscalidade na alocação dos investimentos a ativos financeiros, sendo que a gestão de carteiras considera os efeitos da tributação no retorno das aplicações em ativos financeiros.

5.2 Recomendações de melhoria do sistema fiscal

O estudo efetuado evidencia o enviesamento decorrente da falta de neutralidade fiscal no tratamento dos rendimentos gerados pelos ativos financeiros, consoante sejam qualificados como rendimentos de capitais ou como mais-valias.

Num mercado globalizado, em que são oferecidos aos investidores uma panóplia de produtos financeiros, que são suscetíveis de gerar ganhos ou perdas, deveria relevar para efeitos de tributação, quer sejam positivos, quer sejam negativos, em obediência ao princípio constitucional da capacidade contributiva em que assenta a tributação do rendimento.

Assim, é recomendado que sejam efetuados os estudos necessários à reforma da categoria de rendimentos de capitais, devendo ser incluídos nesta categoria todos os rendimentos gerados pelos produtos financeiros, quer sejam positivos quer sejam negativos.

5.3 Limitações do estudo

O presente estudo poderia ser mais conclusivo e com mais informação sobre o nosso mercado de gestão de ativos financeiros, caso o inquérito enviado aos gestores tivesse sido respondido por um número representativo de gestores. Esperava-se a obtenção de uma amostra de 100, atendendo ao universo abrangido, e apenas se conseguiu 34 respostas.

O inquérito foi enviado às instituições financeiras em vez de ter sido entregue diretamente aos gestores, por dificuldades de obtenção dos contactos de todos os gestores a exercer atividade em Portugal.

5.4 Indicação para investigação futura

Um dos aspetos abordados no presente estudo foi a falta de competitividade do regime fiscal dos fundos de investimento mobiliário e imobiliário, que assenta num modelo de tributação dos rendimentos à entrada no fundo e isenção à saída quando distribuídos aos participantes. Por conseguinte, é um modelo que se apresenta pouco atrativo para os investidores não residentes em território português, tendo por isso implicações na atividade de gestão coletiva de ativos financeiros em Portugal, reduzindo a sua competitividade internacional.

Assim, uma investigação futura a desenvolver deve estudar os modelos de referência na Europa, tomando como base um modelo de tributação dos rendimentos à saída do fundo, e avaliar quais as implicações nas receitas fiscais para o orçamento do Estado português e para a atividade de gestão coletiva de ativos financeiros em Portugal.

Bibliografia

Almeida, José Miguel (2002), Uma Reflexão sobre os Fundos de Investimento Mobiliário de Ações, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 15, (173-184).

Anselmo Torres, Manuel (2002), Tributação Direta das Operações Cambiais a Prazo, Boletim da Ciência e Técnica Fiscal nº 408 (85-96).

Bastardo, Carlos (2011), Gestão de Ativos financeiros: Escolar Editora.

Bergstresser, Daniel; and Pontiff, Jeffrey, (2013), Investment Taxation and Portfolio Performance, The Journal of Public Economics, Vol. 97 (245-257).

Dammon, Robert M.; Spatt, Chester S.; and Zhang, Harold H., Capital Gains Taxes and Portfolio Rebalancing, (2003), Tepper School of Business, Paper 107.

Faustino, Manuel (2009), Os Residentes no Imposto sobre o Rendimento Pessoal (IRS) Português, Boletim da Ciência e Técnica Fiscal nº 424, (99-147).

Freitas Pereira, Manuel Henrique (2011), Fiscalidade, 4ª Edição, Coimbra: Almedina.

Galhardo Simões, António (2000), Ganhos de Capital: Teoria, Política e Doutrina, Boletim da Ciência e Técnica Fiscal nº 400, (39-58).

Gannon, Niall J.; and Blum, Michael J. (2006), After-Tax Returns on Stocks Versus Bonds for the High Tax Bracket Investor, The Journal Of Wealth Management, (35-45).

Giannini, Silvia (2000), Mercado Interno e Fiscalidade: Aspetos Económicos, Boletim da Ciência e Técnica Fiscal nº 401, (127-153).

Grupo Para o Estudo da Política Fiscal (2009), criado por despacho do Secretário de Estado dos Assuntos Fiscais, Relatório do Grupo, Cadernos de Ciência e Técnica Fiscal nº 209, (294-296).

Grupo Para a Reavaliação dos Benefícios Fiscais (2005), criado por despacho do Ministro de Estado e das Finanças, Relatório do Grupo, Cadernos de Ciência e Técnica Fiscal nº 198, (319-330).

Lie, Erik; and Lie Heidi J., (1999), The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions: An Empirical Analysis of Share Repurchases and Dividends, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 34, nº 4, (533-552).

Liu, Shijie; Adams, Andrew; and Ibrahim, Boulis M., Effects of Tax on Investment Portfolios and Financial Markets Under Mixed Integer Stochastic Programming, (2011).

Menezes Leitão, Luís Manuel Teles (2001), A Tributação Direta dos Instrumentos Financeiros Derivados, *Boletim da Ciência e Técnica Fiscal* nº 401, (9-53).

Pereira Cadete, Joaquim António (1998), O Efeito da Tributação nas Escolhas dos Investidores, Edição do Instituto do Mercado de Capitais.

Rosado Pereira, Paula (2007), Estudos sobre IRS: Rendimentos de Capitais e Mais-Valias, *Cadernos IDEFF* nº2, Coimbra: Almedina.

Salgado Oliveira, Filomena (2003), Fundos de Investimento: Alternativas ao Atual sistema Fiscal, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº17, (57-73).

Wilson, John Douglas, (1999), Theories of Tax Competition, *National Tax Journal*, Vol. 52, nº 2, (269-304).

Xavier, Alberto (2009), *Direito Tributário Internacional*, 2ª Edição, Coimbra: Almedina.

Xavier de Basto, José Guilherme (2007), IRS: Incidência Real e Determinação dos Rendimentos líquidos, Coimbra: Coimbra Editora.

Zodrow, George R., (2006), Capital Mobility and Source-Based Taxation of Capital Income in Small Open Economies, *The International Tax and Public Finance*, (269-294).

Legislação

Constituição da República Portuguesa, VII Revisão Constitucional (2005).

Código do Imposto Sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas, aprovado pelo Decreto-Lei nº 442-B/88, de 30 de Novembro.

Código do Imposto Sobre o Rendimento das Pessoas Singulares, aprovado pelo Decreto-Lei nº 442-A/88, de 30 de Novembro.

Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei nº 486/99, de 13 de Novembro.

Estatuto dos Benefícios Fiscais, aprovado pelo Decreto-Lei nº 215/89, de 1 de Julho.

OCDE - Model Tax Convention on Income and on Capital, 2010 version.

Lei nº 15/2010, de 26 de Julho, publicado no Diário da República, nº 143 Série I.

Lei nº 66-B/2012, de 31 de Dezembro, publicado no Diário da República, nº 252 Série I.

Decreto-Lei nº 42/91, de Janeiro, publicado no Diário da República, nº 18 Série I-A.

Decreto-Lei nº 473/99, de 8 de Novembro, que aprova o Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, publicado no Diário da República nº 260 Série I-A.

Decreto-Lei nº 219/2001, de 4 de Agosto, publicado no Diário da República, nº 180 Série I-A.

Decreto-Lei nº 193/2005, de 7 de Novembro, publicado no Diário da República, nº 213 Série I-A.

Decreto-Lei nº 71/2010, de 18 de Junho, publicado no Diário da República, nº 117 Série I.

Decreto-Lei nº 63-A/2013, de 10 de Maio, publicado no Diário da República, nº 90, Suplemento, Série I.

Websites

<http://www.cmvm.pt>

<http://eur-lex.europa.eu/>

<http://www.oecd.org/tax/treaties/>

<http://www.portaldasfinancas.gov.pt>

Anexos

Anexo I: Evolução dos totais dos valores de ativos financeiros sob gestão em Portugal entre 2002 e 2012

Unidade: 10^6 Euro

	Dez 2002	Dez 2003	Dez 2004	Dez 2005	Dez 2006	Dez 2007
Gestão Individual de Ativos	16.068,00	21.093,50	25.610,80	35.789,90	59.097,90	63.620,50
Gestão Coletiva de Ativos	29.169,60	41.118,30	48.229,70	57.187,40	61.143,50	61.126,40
OICVM (FIM)	20.608,40	22.857,40	23.848,10	26.560,40	26.095,70	21.985,70
Abertos	20.156,40	22.310,30	23.420,30	26.208,10	25.762,30	21.703,40
Fechados	452,10	547,10	427,90	352,30	333,40	282,20
OEI (FEI)			567,00	1.729,70	3.042,00	3.777,40
Abertos			464,40	877,40	1.736,30	2.208,50
Fechados			102,50	852,30	1.305,70	1.568,90
OIC (FII)	4.955,40	5.850,40	7.050,50	8.164,50	9.757,70	9.647,50
Abertos	3.088,90	3.309,60	3.862,80	4.465,60	4.723,60	4.549,70
Fechados	1.866,50	2.540,80	3.187,70	3.699,00	5.034,10	5.097,80
OEI (FEII)						801,30
Abertos						30,40
Fechados						770,90
FGPI / FUNGEPI						
Abertos						
Fechados						
FTC	3.605,80	12.410,40	16.764,00	20.732,80	22.248,10	24.914,60
TOTAL	45.237,60	62.211,70	73.840,50	92.977,30	120.241,40	124.746,80
TOTAL (corrigido)	43.448,80	60.337,20	71.502,70	89.706,50	116.705,60	120.986,60
OICVM estrangeiros	219,50	390,30	341,20	605,70	996,60	1.154,60
	Dez 2008	Dez 2009	Dez 2010	Dez 2011	Dez 2012	Mar 2013
Gestão Individual de Ativos	60.072,50	67.253,50	66.943,00	55.244,60	57.727,40	58.144,00
Gestão Coletiva de Ativos	57.872,20	64.284,10	58.723,10	46.704,40	39.192,50	39.393,00
OICVM (FIM)	10.534,50	11.653,30	8.759,40	6.017,90	6.001,30	6.474,40
Abertos	10.453,90	11.571,90	8.759,40	6.017,90	6.001,30	6.474,40
Fechados	80,60	81,40	-	-	-	-
OEI (FEI)	3.807,30	5.577,60	5.478,00	4.817,40	6.294,00	6.478,30
Abertos	2.517,90	4.312,70	4.151,10	3.999,10	5.295,10	5.448,50
Fechados	1.289,40	1.264,90	1.326,90	818,30	998,90	1.029,70
OIC (FII)	9.250,00	10.044,70	9.620,20	8.907,50	8.726,20	8.643,60
Abertos	4.024,30	5.107,10	4.697,00	4.206,50	3.818,10	3.773,50
Fechados	5.225,70	4.937,50	4.923,20	4.701,00	4.908,00	4.870,10
OEI (FEII)	1.371,80	1.733,60	1.863,40	2.355,90	2.716,60	2.734,90
Abertos	124,90	170,90	186,80	330,30	602,70	599,60
Fechados	1.246,90	1.562,70	1.676,60	2.025,60	2.113,90	2.135,30
FGPI / FUNGEPI			727,50	727,90	684,00	740,00
Abertos			727,50	727,90	684,00	740,00
Fechados			-	-	-	-
FTC	32.908,70	35.275,00	32.274,60	23.877,80	14.770,50	14.321,90
TOTAL	117.944,70	131.537,60	125.666,20	101.949,00	96.919,90	97.537,00
TOTAL (corrigido)	115.267,40	128.692,90	122.857,30	99.202,40	94.074,60	94.384,40
OICVM estrangeiros	448,00	725,50	930,10	559,10	698,80	831,60

Fonte: www.cmvn.pt

Anexo II – Inquérito aos gestores de ativos financeiros

INQUÉRITO AOS GESTORES DE ATIVOS

O presente questionário, cujo tempo estimado de resposta é de 10 minutos, pretende obter informação qualitativa sobre a importância da Fiscalidade na gestão de ativos. Este estudo enquadra-se na Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais, do ISEG/Universidade Técnica de Lisboa, de Carlos Alberto Silva Tavares, orientada pela Pro^{fa}. Dra. Maria dos Prazeres Lousa. O principal objetivo do estudo é conhecer o mercado de gestão de ativos e em que medida a Fiscalidade pode influenciar as decisões na gestão de ativos, em Portugal.

* Required

1. Caso pretenda obter uma síntese das conclusões deste estudo, indique o seu e-mail:

.....

2.

.....

3. 1 – Assinale qual o tipo de organização em que se insere a sua actividade: *

Mark only one oval.

- ☐ Instituições de crédito nacionais
- ☐ Sucursais de Instituições de crédito residentes no estrangeiro
- ☐ Sociedades gestoras de patrimónios
- ☐ Sociedades corretoras
- ☐ Sociedades financeiras de corretagem
- ☐ Sucursais de empresas de investimento residentes no estrangeiro
- ☐ Sociedade gestora de organismos de Investimento Colectivo em valores mobiliários
- ☐ Outras Sociedades gestoras de fundos
- ☐ Other:

4. 2 – Que actividade exerce na organização? *

Mark only one oval.

- ☐ Gestão individual de ativos
- ☐ Gestão coletiva de ativos Skip to question 21.

Gestão individual de ativos

Skip to question 5.

5. **3 - Na sua actividade efetua a gestão de carteiras de titulares não residentes? ***

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

6. **4 – Assinale o intervalo em que se situa o número de carteiras sob sua gestão: ***

Mark only one oval per row.

	0 a 10	11 a 20	21 a 50	Mais de 50
Carteiras de titulares residentes:	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Carteiras de titulares não residentes:	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

7. **5 - Na sua actividade apenas efetua a gestão de carteiras de titulares pessoas singulares? ***

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

8. **6 – Assinale o intervalo em que se situa o número de carteiras de titulares pessoas singulares: ***

Mark only one oval per row.

	0 a 10	11 a 20	21 a 50	Mais de 50
Carteiras de titulares residentes:	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Carteiras de titulares não residentes:	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

9. **7 – Indique quais os produtos financeiros que compõem as carteiras sob sua gestão: ***

Check all that apply.

- ☐ Ações
☐ Obrigações de rendimento fixo
☐ Obrigações estruturadas
☐ Certificados
☐ Warrants autónomos
☐ CFD
☐ Unidades de participação em fundos de investimento nacionais
☐ Unidades de participação em fundos de investimento estrangeiros
☐ ETF
☐ Outros

10. Se seleccionou "Outros", por favor indique quais:

.....

11. 8 – Tendo em consideração que o regime fiscal aplicável aos rendimentos de capitais não admite dedução de perdas, nas decisões de gestão, costuma optar por realizar rendimentos qualificados como mais ou menos valias? *

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

12. 9 – Nos investimentos efectuados em obrigações, quando adquiridas em mercado secundário a um preço acima do seu valor nominal, nas decisões de gestão, costuma optar por não aguardar pela data de reembolso e realizar também, rendimentos qualificados como mais ou menos valias? *

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

13. 10 – Nas operações de cobertura do risco cambial, dado o regime fiscal aplicável aos swaps cambiais, costuma optar por recorrer a opções cambiais? *

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

14. 11 – No resgate de unidades de participação em fundos de investimento, a legislação fiscal portuguesa qualifica a diferença positiva apurada como rendimentos de capitais, pelo que apenas relevam para efeitos de tributação os ganhos obtidos. Considera como correcta e adequada na perspectiva do investidor e de um eficiente funcionamento do mercado de capitais, a opção do legislador português: *

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	
Discordo totalmente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo totalmente

15. 12 – Nos investimentos efectuados em unidades de participação em fundos de investimento, em que devido às condições do mercado, o seu valor patrimonial reduziu significativamente, caso pretenda desinvestir nesse fundo, costuma optar por alienar as unidades de participação, de forma a realizar menos valias fiscalmente dedutíveis?

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

16. **13 – Nos casos em que as aplicações são efectuadas em produtos financeiros emitidos por entidades não residentes, costuma aconselhar o titular, quando residente, a proceder à entrega do anexo J da declaração de rendimentos, para que seja eliminada a dupla tributação internacional?**

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

17. **14 – As opções legislativas em matéria de fiscalidade, podem influenciar a decisão de investir em um ou outro produto financeiro? ***

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

18. **15 - Classifique quanto à importância que a fiscalidade pode assumir no momento da decisão de investir: ***

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	
Nada importante	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Muito importante

19. **16 – Na sua empresa, costumam recorrer a consultoria fiscal quando pretendem planear operações de investimento em determinados ativos? ***

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

20. **17 – Caso tenham recorrido a consultoria fiscal, classifique quanto à sua concordância:**

Mark only one oval per row.

	1 - Discordo totalmente	2	3	4	5 - Concordo totalmente
A consultoria fiscal foi importante para uma gestão mais eficiente das carteiras	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Os ganhos justificaram os encargos com a consultoria	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Gestão coletiva de ativos

Stop filling out this form.

21. **18 – Assinale qual o tipo de entidade gestora em que se insere a sua actividade: ***

Mark only one oval.

- ☐ Entidades Gestoras de Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários
- ☐ Entidades Gestoras de Fundos Especiais de Investimento
- ☐ Entidades Gestoras de Fundos Investimento Imobiliário
- ☐ Entidades Gestoras de Fundos Especiais de Investimento Imobiliário
- ☐ Entidades Gestoras de Fundos de Gestão do Património Imobiliário
- ☐ Other:

22. **19 - Na sua actividade efectua a gestão de fundos domiciliados no estrangeiro? ***

Mark only one oval.

- ☐ Sim
- ☐ Não

23. **20 – Assinale o intervalo em que se situa o número de fundos sob sua gestão: ***

Mark only one oval per row.

	0 a 5	6 a 10	Mais de 10
Fundos domiciliados em Portugal:	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fundos domiciliados no estrangeiro:	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

24. **21 – Indique quais os produtos financeiros que compõem as carteiras dos fundos sob sua gestão: ***

Check all that apply.

- ☐ Ações
- ☐ Obrigações de rendimento fixo
- ☐ Obrigações estruturadas
- ☐ Certificados
- ☐ Warrants autónomos
- ☐ Unidades de participação em fundos de investimento nacionais
- ☐ Unidades de participação em fundos de investimento estrangeiros
- ☐ Outros

25. **Se seleccionou "Outros", por favor indique quais:**

.....

26. **22 – Considera adequado o atual regime fiscal aplicável aos Fundos de Investimento, constituídos de acordo com a legislação nacional, como se encontra consagrado no Estatuto dos Benefícios Fiscais? ***

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	
Discordo totalmente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo totalmente

27. **23 – Tem alguma sugestão para melhoria do regime fiscal aplicável aos fundos de investimento, de forma a contribuir para o crescimento da actividade de gestão coletiva de ativos em Portugal? ***

.....

.....

.....

.....

.....

28. **24 – Considera que a revogação do nº 16 do artigo 22º do EBF, que previa uma exclusão na tributação das mais-valias realizadas com a alienação de acções detidas por período superior a 12 meses e de obrigações e outros títulos de dívida, afetou a gestão colectiva de ativos em Portugal? ***

Mark only one oval.

☐ Sim

☐ Não

29. **25 – Classifique quanto ao grau, a importância que a referida alteração ao regime fiscal dos fundos de investimento pode assumir na actividade de gestão coletiva de ativos em Portugal: ***

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	
Nada importante	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Muito importante

30. **26 – Dado que, de acordo com o referido regime, a tributação dos rendimentos obtidos no estrangeiro é inferior à dos rendimentos obtidos em território português, considera que tal facto, pode influenciar as decisões de investimento? ***

Mark only one oval.

☐ Sim

☐ Não

31. **27 – Tendo em consideração que o regime fiscal aplicável aos rendimentos de capitais não admite dedução de perdas, nas decisões de gestão, costuma optar por realizar rendimentos qualificados como mais ou menos valias? ***

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

32. **28 – Nos investimentos efectuados em unidades de participação em fundos de investimento, em que devido às condições do mercado, o seu valor patrimonial reduziu significativamente, caso pretenda desinvestir nesse fundo, costuma optar por alienar as unidades de participação, de forma a realizar menos valias fiscalmente dedutíveis?**

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

33. **29 – Nos investimentos efectuados em obrigações, quando adquiridas em mercado secundário a um preço acima do seu valor nominal, nas decisões de gestão, costuma optar por não aguardar pela data de reembolso e realizar também, rendimentos qualificados de mais ou menos valias? ***

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

34. **30 – Nas operações de cobertura do risco cambial, dado o regime fiscal aplicável aos swaps cambiais, costuma optar por recorrer a opções cambiais? ***

Mark only one oval.

- ☐ Sim
☐ Não

35. **31 - Classifique quanto à importância que a fiscalidade pode assumir no momento da decisão de investir: ***

Mark only one oval.

	1	2	3	4	5	
Nada importante	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Muito importante

Powered by

Anexo III: Tabela das taxas aplicáveis de acordo com as Convenções

PAÍSES	REDUÇÃO DE TAXAS				PAÍSES	REDUÇÃO DE TAXAS			
	DIVIDENDOS		JUROS			DIVIDENDOS		JUROS	
	Art.º	Taxa	Art.º	Taxa		Art.º	Taxa	Art.º	Taxa
ÁFRICA DO SUL	10º	10% 15%	11º	10%	IRLANDA	10º	15%	11º	15%
ALEMANHA	10º	15%	11º	10% 15%	ISLÂNDIA	10º	10% 15%	11º	10%
ARGÉLIA	10º	10% 15%	11º	15%	ISRAEL	10º	10% 15%	11º	10%
ÁUSTRIA	10º	15%	11º	10%	ITÁLIA	10º	15%	11º	15%
BÉLGICA	10º	15%	11º	15%	LETÓNIA	10º	10%	11º	10%
BRASIL	10º	10% 15%	11º	15%	LITUÂNIA	10º	10%	11º	10%
BULGÁRIA	10º	10% 15%	11º	10%	LUXEMBURGO	10º	15%	11º	10% 15%
CABO VERDE	10º	10%	11º	10%	MACAU	10º	10%	11º	10%
CANADÁ	10º	10% 15%	11º	10%	MALTA	10º	10% 15%	11º	10%
CHILE	10º	10% 15%	11º	10% 15%	MARROCOS	10º	10% 15%	11º	10%
CHINA	10º	10%	11º	10%	MÉXICO	10º	10%	11º	10%
COREIA	10º	10% 15%	11º	15%	MOÇAMBIQUE	10º	15%	11º	10%
CUBA	10º	5% 10%	11º	10%	MOLDOVA	10º	5% 10%	11º	10%
DINAMARCA	10º	10%	11º	10%	NORUEGA	10º	5% 15%	11º	10%
EMIRADOS ÁRABES UNIDOS	10º	5% 15%	11º	10%	PANAMÁ	10º	10% 15%	11º	10%
ESLOVÁQUIA	10º	10% 15%	11º	10%	PAQUISTÃO	10º	10% 15%	11º	10%
ESLOVÊNIA	10º	5% 15%	11º	10%	POLÓNIA	10º	10% 15%	11º	10%
ESPAÑHA	10º	10% 15%	11º	15%	REINO UNIDO	10º	10% 15%	11º	10%
ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA	10º	10% 15%	11º	10%	REP. CHECA	10º	10% 15%	11º	10%
ESTÓNIA	10º	10%	11º	10%	ROMÉNIA	10º	10% 15%	11º	10%
FINLÂNDIA	10º	10% 15%	11º	15%	RÚSSIA	10º	10% 15%	11º	10%
FRANÇA	10º	15%	11º	10% 12%	SINGAPURA	10º	10%	11º	10%
GRÉCIA	10º	15%	11º	15%	SUÉCIA	10º	10%	11º	10%
HOLANDA	10º	10%	11º	10%	SUIÇA	10º	10% 15%	11º	10%
HONG KONG	10º	5% 10%	11º	10%	TUNÍSIA	10º	15%	11º	15%
HUNGRIA	10º	10% 15%	11º	10%	TURQUIA	10º	5% 15%	11º	10% 15%
ÍNDIA	10º	10% 15%	11º	10%	UCRÂNIA	10º	10% 15%	11º	10%
INDONÉSIA	10º	10%	11º	10%	VENEZUELA	10º	10% 15%	11º	10%

Fonte: www.portaldasfinancas.gov.pt

Anexo IV - Instituições destinatárias do inquérito

Gestão Individual			Gestão Coletiva					
			OICVM / FEI			FII / FEII / FUNGEPI		
Entidade	Valor	%	Entidade	Valor	%	Entidade	Valor	%
Caixagest (SGFIM)	19.470,2	33,7%	Caixagest	3.070,6	25,0%	FII+FEII		
F&C Portugal (SGP)	14.272,6	24,7%	ESAF	2.896,2	23,6%	Fundger	1.499,3	13,1%
ESAF (SGP)	6.414,6	11,1%	BPI Gestão de Activos	1.925,2	15,7%	Interfundos	1.206,4	10,5%
Santander Asset Management (SGFIM)	4.932,1	8,5%	Santander Asset Management	1.355,5	11,0%	ESAF	982,2	8,6%
BPI Gestão de Activos (SGFIM)	4.329,2	7,5%	Millennium BCP Gestão de Activos	988,6	8,0%	Banif Gestão de Activos	816,0	7,1%
Banco Espírito Santo (BN)	2.100,8	3,6%	Banif Gestão de Activos	672,2	5,5%	Square Asset Management	764,7	6,7%
Crédito Agrícola Gest (SGFIM)	1.366,0	2,4%	Montepio Gestão de Activos	347,2	2,8%	Gesfimo	717,0	6,3%
Montepio Gestão de Activos (SGFIM)	1.049,0	1,8%	Barclays Wealth Managers Portugal	313,3	2,5%	Norfin	655,9	5,7%
Atrium Investimentos (SFC)	811,1	1,4%	Patris Gestão de Activos	202,2	1,6%	BPN Imofundos	587,6	5,1%
Golden Assets (SGP)	606,0	1,0%	Crédito Agrícola Gest	166,4	1,4%	Santander Asset Management	581,5	5,1%
B. Comercial Português (BN)	547,5	0,9%	BBVA Gest	89,2	0,7%	Finivalor	423,0	3,7%
B. Bilbao Vizcaya Argentaria (BN)	299,8	0,5%	MCO2	66,1	0,5%	Sonaegest	414,6	3,6%
Banif - Banco de Investimento (BN)	267,6	0,5%	Popular Gestão de Activos	62,0	0,5%	Selecta	367,0	3,2%
Patris Gestão de Activos (SGFIM)	224,6	0,4%	MNF Gestão de Activos	58,6	0,5%	Millennium BCP Gestão de Activos	350,3	3,1%
B. Privée Ed.Rothschild (ICVS)	216,7	0,4%	Dunas Capital	53,3	0,4%	Silvip	296,6	2,6%
B.Espírito Santo Investimento (BN)	142,4	0,2%	Optimize Investment Partners	20,9	0,2%	Fimoges	272,7	2,4%
Hyposwiss Private Bank Genève (ICVS)	101,4	0,2%	Invest Gestão de Activos	7,7	0,1%	Fund Box	193,7	1,7%
IBCO (SGP)	75,2	0,1%	Finivalor			BPI Gestão de Activos	192,7	1,7%
Banco Popular Portugal (BN)	65,1	0,1%				Fundiastamo	187,0	1,6%
BEST (BN)	55,3	0,1%				TF Turismo Fundos	114,8	1,0%
Orey Financial (IFC)	54,5	0,1%				Popular Gestão de Activos	111,2	1,0%
Optimize Investment Partners (SGFIM)	52,4	0,1%				TDF	101,8	0,9%
Banque Privée Espírito Santo (ICTS)	41,7	0,1%				GEF	101,2	0,9%
B. Investimento Global (BN)	39,7	0,1%				Refundos	95,0	0,8%
Deutsche Bank AG (Portugal) (ICVS)	36,1	0,1%				Imorendimento	69,6	0,6%
Banco LJ Carregosa, SA (BN)	35,5	0,1%				Atlantic	62,5	0,5%
Biz Valor - Sociedade Corretora, SA	32,2	0,1%				MNF Gestão de Activos	44,8	0,4%
Barclays Bank PLC (ICVS)	31,5	0,1%				Libertas	42,4	0,4%
Banco Finantia (BN)	24,0	0,0%				Imopólis	41,5	0,4%
Sartorial (SFC)	20,9	0,0%				Vila Galé Gest	37,9	0,3%
Blue Activos Financeiros (SGP)	18,9	0,0%				Floresta Atlântica	36,0	0,3%
MNF Gestão de Activos (SGFIM)	16,8	0,0%				SGFI	32,4	0,3%
Casa de Investimentos (SGP)	16,5	0,0%				Invest Gestão de Activos	16,5	0,1%
Dif Broker (SC)	14,2	0,0%				Orey Financial	12,6	0,1%
BMF (SGP)	12,8	0,0%				Fibeira Fundos	9,7	0,1%
Dunas Capital (SGFIM)	11,1	0,0%				Patris Gestão de Activos	4,8	0,0%
B. Português de Gestão (BN)	7,4	0,0%						
Luso Partners (SC)	7,1	0,0%				FUNGEPI		
InvestQuest (SGP)	6,1	0,0%				Fimoges	684,0	100,0%
Ask Patrimónios (SGP)	4,9	0,0%						
Golden Broker (SC)	3,4	0,0%						
Pedro Arroja (SGP)	3,3	0,0%						
Banco Invest (BN)	1,2	0,0%						
Grow Investimentos (SGP)	0,7	0,0%						
Fincor (SC)	0,6	0,0%						
Altavisa (SGP)	0,5	0,0%						

Fonte: www.cmvn.pt